

BAB II LANDASAN TEORI

2.1 Penelitian Terdahulu

Utomo (2009) melakukan penelitian tentang kebijakan hutang, kebijakan investasi, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Tujuan dari penelitian adalah (1) Untuk memperoleh bukti empiris tentang pengaruh secara parsial kebijakan hutang, kebijakan investasi, kebijakan dividen terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2003-2007, (2) Untuk memperoleh bukti empiris tentang pengaruh kebijakan hutang, kebijakan investasi, kebijakan dividen secara bersama-sama terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2003-2007.

Variabel independen dalam penelitian adalah kebijakan hutang, kebijakan investasi, kebijakan dividen, variabel dependen adalah nilai perusahaan. Penelitian tersebut merupakan penelitian yang menggunakan pengujian hipotesis dan bertujuan untuk memperoleh bukti empiris tentang pengaruh kebijakan hutang, kebijakan investasi, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2003-2007. Sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian dipilih secara *purposive sampling* dimana sampel yang dipilih sesuai dengan kriteria-kriteria yang sudah ditentukan. Metode yang digunakan adalah metode analisis data menggunakan regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan hutang yang diproksikan dengan LDE (*Long Term Debt Equity Ratio*) berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

yang diproksikan dengan PBV (*Price Book Value*) sedangkan yang diproksikan dengan DER (*Debt to Equity Ratio*) dan BDA (*Book Debt to Asset Ratio*) tidak berpengaruh. Kebijakan Investasi yang diproksikan dengan MBVER (*Market to Book Value of equity Ratio*) dan PPE/BVA (*Book value of Grow Property, Plant & Equipment to the Book Value of Asset Ratio*) berpengaruh terhadap PBV (*Price Book Value*) sedangkan yang diproksikan dengan INV (Pertumbuhan Aset) tidak berpengaruh terhadap PBV (*Price Book Value*). Kebijakan Dividen yang diproksikan dengan DPR (*Dividend Payout Ratio*) dan DYR (*Dividend Yield Ratio*) berpengaruh terhadap PBV (*Price Book Value*).

Yangs (2011) melakukan penelitian tentang ukuran perusahaan, *leverage*, profitabilitas dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Tujuan penelitian adalah (1) Untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, (2) Untuk menganalisis pengaruh pemberian modal dari *leverage* terhadap nilai perusahaan, (3) Untuk menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan, (4) Untuk menganalisis pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Variabel independen yang digunakan adalah ukuran perusahaan, *leverage*, profitabilitas dan kebijakan hutang. Variabel dependen yang digunakan adalah nilai perusahaan. Populasi penelitian adalah perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2006 sampai 2008. Sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian dipilih secara *purposive sampling* dimana sampel yang dipilih sesuai dengan kriteria-kriteria yang sudah ditentukan. Metode yang digunakan adalah metode analisis data menggunakan regresi linier berganda. Dari hasil penelitian ukuran perusahaan

berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. *Leverage* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kebijakan dividen berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel yang memiliki pengaruh paling besar terhadap nilai perusahaan adalah profitabilitas.

Rahmawati (2012) melakukan penelitian tentang analisis faktor kebijakan hutang yang mempengaruhi nilai perusahaan. Tujuan penelitian adalah (1) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh *free cash flow*, struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI, (2) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh *free cash flow*, struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, (3) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Populasi yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Perusahaan-perusahaan manufaktur merupakan kelompok emiten terbesar dari seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI. Teknik yang digunakan dalam pengambilan sample adalah dengan teknik *purposive sampling*. Variabel Independen penelitian adalah *free cash flow*, struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional, ukuran perusahaan. Variabel dependen dalam penelitian adalah nilai perusahaan. Data diuji dengan menggunakan metode *path* analisis atau

analisis jalur, uji asumsi klasik dan uji regresi. Hasil penelitian adalah *free cash flow* dan struktur kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, struktur kepemilikan institusional berpengaruh negatif sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif. Kebijakan hutang tidak dapat menjadi variabel *intervening* antara *free cash flow* dan ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan. Kebijakan hutang dapat menjadi variabel *intervening* antara struktur kepemilikan manajerial dan struktur kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Dewi dan Ary (2013) melakukan penelitian tentang pengaruh struktur modal, profitabilitas dan ukuran perusahaan pada nilai perusahaan. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh struktur modal, profitabilitas dan ukuran perusahaan pada nilai perusahaan. Data dalam penelitian ini bersumber dari laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Struktur modal, profitabilitas dan ukuran perusahaan merupakan variabel independen, sedangkan nilai perusahaan merupakan variabel dependen. Populasi dalam penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2009-2011. Metode penentuan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, yaitu metode pengambilan sampel yang ditetapkan atau ditentukan dengan menggunakan kriteria-kriteria tertentu. Berdasarkan hasil penelitian, disimpulkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan pada nilai perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

Aria (2011) meneliti tentang analisis pengaruh struktur aset, ukuran

perusahaan dan profitabilitas pada struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Tujuan penelitian adalah untuk menguji pengaruh faktor-faktor yang berkaitan dengan struktur modal dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di bidang makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2006-2010.

Struktur aset, ukuran perusahaan, profitabilitas dan struktur modal adalah variabel independen, sedangkan nilai perusahaan adalah variabel dependen. Populasi yang digunakan dalam penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan periode penelitian tahun 2006-2010, sedangkan yang dijadikan objek penelitian adalah 12 perusahaan. Teknik penentuan sampel menggunakan metode penyampelan berdasar (*purposive sampling method*). Data diuji menggunakan analisis regresi berganda dan analisis regresi sederhana. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aset, ukuran perusahaan, profitabilitas secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan struktur modal tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori ini dikemukakan oleh Jensen dan Mecklein (1976). *Agency Theory* atau Teori keagenan menjelaskan tentang pemisahan antara fungsi pengelolaan (oleh manajer) dengan fungsi kepemilikan (oleh pemegang saham) dalam suatu perusahaan. Hubungan agensi ini muncul ketika satu atau lebih orang

memperkerjakan orang lain untuk memberikan jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut.

Tujuan dari manajer dan pemegang saham sama yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham. Tetapi, seringkali manajer tidak bertindak demi kepentingan pemegang saham atau melakukan tindakan yang bertentangan dengan keinginan pemegang saham sehingga terjadi konflik antara manajer perusahaan dengan pemegang sahamnya.

Dalam hubungan keagenan manajer sebagai pihak yang memiliki akses langsung terhadap pihak eksternal perusahaan, seperti kreditor dan investor. Dimana ada informasi yang tidak diungkapkan oleh pihak manajemen kepada pihak eksternal perusahaan, termasuk investor. Untuk memperkecil asimetri informasi, maka pengelolaan perusahaan harus diawasi dan dikendalikan untuk memastikan bahwa pengelolaan dilakukan dengan penuh kepatuhan kepada berbagai peraturan dan ketentuan yang berlaku.

Aplikasi *agency theory* dapat terwujud dalam kontrak kerja yang akan mengatur proporsi hak dan kewajiban masing-masing pihak dengan tetap memperhitungkan kemanfaatan secara keseluruhan. Kontrak kerja merupakan seperangkat aturan yang mengatur mengenai mekanisme bagi hasil, baik yang berupa keuntungan, return maupun resiko-resiko yang disetujui oleh prinsipal dan agen. Kontrak kerja akan menjadi optimal apabila kontrak dapat menyeimbangkan antara prinsipal dan agen yang secara matematis memperlihatkan pelaksanaan kewajiban yang optimal oleh agen dan pemberian insentif khusus yang memuaskan dari prinsipal ke agen. Inti dari *agency theory* adalah pendesainan

kontrak yang tepat untuk menyelaraskan kepentingan prinsipal dan agen dalam hal terjadi konflik kepentingan.

2.2.2 Signalling Theory

Menurut Brigham dan Houston (2001:36), isyarat atau signal adalah suatu tindakan yang diambil perusahaan untuk memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan merupakan hal yang penting, karena pengaruhnya terhadap keputusan investasi pihak diluar perusahaan. Informasi tersebut penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran, baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup perusahaan dan bagaimana efeknya pada perusahaan.

Teori ini dikembangkan oleh Ross (1977). Teori ini menyatakan bahwa pihak eksekutif perusahaan memiliki informasi lebih baik mengenai perusahaannya akan terdorong untuk menyampaikan informasi tersebut kepada calon investor agar harga saham perusahaannya meningkat. Dasar dari teori ini adalah bahwa manajer dan pemegang saham tidak memiliki akses informasi perusahaan yang sama atau adanya asimetri informasi. Ada informasi tertentu yang tidak diketahui oleh manajer, sedangkan para pemegang saham tidak mengetahui informasi tersebut. Akibatnya, ketika kebijakan hutang perusahaan mengalami perubahan, hal itu dapat membawa informasi kepada pemegang saham yang akan menjadikan nilai perusahaan berubah. Dengan kata lain muncul

pertanda atau sinyal. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi informasi asimetri. Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar.

Menurut Septia (2015) *Signalling Theory* menyatakan pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Kebijakan deviden sering dianggap sebagai sinyal bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan. Kenaikan jumlah dividen dianggap sebagai sinyal bahwa manajemen perusahaan meramalkan laba yang baik dimasa depan.

2.2.3 Kebijakan Hutang

Meurut FASB dalam SFAC No. 6, kewajiban atau yang biasa disebut hutang adalah “kemungkinan pengorbanan manfaat ekonomi di masa depan yang muncul dari kewajiban saat ini dari suatu entitas tertentu untuk mengalihkan aset atau menyediakan jasa kepada entitas lain di masa depan, sebagai hasil dari transaksi atau kejadian masa lalu.” Menurut IAI, kewajiban merupakan hutang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi. Rahmawati (2012;13), hutang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, dimana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor.

Nuraina (2012) menyatakan bahwa kebijakan hutang perusahaan berkaitan

dengan struktur modal yang optimal. Semakin besar *leverage* berarti semakin besar aktiva perusahaan atau pendanaan yang diperoleh dari hutang. Semakin besar hutang maka semakin besar kemungkinan kegagalan perusahaan untuk tidak mampu membayar hutangnya, sehingga memiliki risiko mengalami kebangkrutan. Akibatnya pasar saham akan mereaksi secara negatif yang berupa turunnya volume perdagangan saham dan harga saham yang berdampak terhadap turunnya nilai perusahaan.

Hutang merupakan suatu mekanisme yang bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Utomo (2009), dengan adanya hutang perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan *principal*. Penggunaan hutang perusahaan akan memaksa manajemen untuk bertindak lebih efisien dan dan tidak konsumtif karena adanya risiko kebangkrutan.

Hutang biasanya diklasifikasikan menjadi dua yaitu:

1. Hutang Lancar (Jangka Pendek)

Adalah hutang-hutang yang akan diselesaikan pembayarannya dengan menggunakan aktiva lancar atau dengan menciptakan hutang (lancar) yang baru. Yang termasuk dalam hutang lancar adalah hutang yang timbul dari pembelian barang-barang dan jasa (hutang dagang, hutang gaji dan upah), serta penerimaan uang dimuka atas barang-barang yang digunakan atau jasa yang akan diserahkan.

2. Hutang Jangka Panjang

Adalah semua hutang yang jatuh tempo pembayarannya melampaui batas waktu satu tahun sejak tanggal neraca atau pembayarannya tidak akan

dilakukan dalam periode siklus operasi perusahaan, tetapi lebih panjang dari batas waktu tersebut. Misalnya: hutang obligasi, hutang bank.

Salah satu sebab timbulnya konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham disebabkan oleh keputusan pendanaan. Waluyo dan Ka'aro (2002) dalam Utomo (2009), keputusan pendanaan secara sederhana dapat diartikan sebagai keputusan manajemen dalam menentukan sumber-sumber pendanaan dari modal internal, yakni laba ditahan atau dari modal eksternal, yakni modal sendiridan atau melalui hutang.

Makmun (2003) dalam Utomo (2009), sumber pendanaan yang berasal dari penggunaan hutang dengan beban bunga memiliki keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan.

Keuntungan penggunaan hutang adalah:

1. Biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak sehingga biaya efektif menjadi lebih rendah.
2. Kreditor hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi perusahaan.
3. *Bondholder* tidak memiliki suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil.

Kelemahan penggunaan hutang adalah:

1. Hutang yang semakin tinggi meningkatkan risiko sehingga suku bunganya akan semakin tinggi pula.
2. Bila bisnis perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup menutup biaya bunga sehingga kekayaan

pemilik berkurang.

Pada kondisi ekstrim, kerugian tersebut dapat membahayakan perusahaan sehingga nilai perusahaan akan berkurang.

2.2.4 Kebijakan Dividen

Dalam buku Stice dan Skousen (2009;141), Dividen adalah pengembalian investasi kepada pemilik saham. Pengembalian investasi ini akan diperhitungkan secara berbeda tergantung pada jenis deviden yang diberikan. Biasanya dividen dibagikan dengan interval waktu yang tetap, tetapi kadang-kadang diadakan pembagian dividen tambahan pada waktu yang bukan biasanya. Besarnya dividen biasanya berkisar antara nol sampai sebesar laba bersih tahun berjalan atau tahun lalu. Baik waktu maupun besarnya dividen yang dibagikan ditentukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, maka dapat diartikan oleh investor sebagai sinyal harapan manajemen tentang membaiknya kinerja perusahaan dimasa yang akan datang sehingga kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen melibatkan dua pihak yang memiliki kepentingan berbeda, yaitu pemegang saham dan perusahaan itu sendiri.

Menurut Husnan (2013) dalam Septia (2015) kebijakan dividen adalah merupakan keputusan yang berkaitan dengan penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham dan laba tersebut dapat dibagi sebagai dividen atau laba yang ditahan untuk diinvestasikan kembali. Septia (2015) rasio pembayaran dividen adalah jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap pendapatan bersih perusahaan atau pendapatan per lembar. Rasio pembayaran dividen (*dividend*

payout ratio) menentukan jumlah laba yang akan dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan.

Menurut Baridwan (1997) dalam Utomo (2009) jenis-jenis dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham dibedakan dalam beberapa bentuk, yaitu seperti berikut ini:

a. Dividen Tunai

Dividen tunai merupakan dividen yang dibagikan dalam bentuk kas. Hal utama yang perlu diperhatikan oleh manajemen sebelum membuat pengumuman adanya pembagian dividen tunai adalah apakah jumlah uang kas yang ada mencukupi untuk pembagian dividen tersebut. Keputusan pembagian dividen tunai ditentukan dalam RUPS. Dewan direksi melakukan pemungutan suara untuk mengumumkan dividen tunai dan jika hasilnya disetujui maka dividen segera diumumkan. Sebelum dividen dibayarkan, daftar pemegang saham terakhir harus disiapkan. Karena itu, biasanya terdapat tenggang waktu antara saat pengumuman dan pembayaran.

b. Dividen Non-Kas

Dividen non-kas dapat berupa surat-surat berharga perusahaan yang lain yang dimiliki oleh perusahaan seperti barang dagang, *real estate*, investasi atau bentuk lainnya yang dirancang oleh dewan direksi.

c. Dividen dengan Utang Wesel

Dividen utang wesel timbul apabila perusahaan tidak membayar dividen sekarang dikarenakan saldo kas yang ada tidak mencukupi sehingga pimpinan akan mengeluarkan *scrib dividend*, yaitu janji tertulis untuk membayar

jumlah tertentu diwaktu yang akan datang. *Scrib dividend* ini mungkin berbunga mungkin juga tidak.

d. Dividen Likuidasi

Dividen likuidasi adalah dividen yang sebagian merupakan pengembalian dari investasi pemegang saham. Apabila perusahaan membagi dividen likuidasi, maka para pemegang saham harus diberitahu mengenai berapa jumlah pembagian laba dan berapa yang merupakan pengembalian modal, sehingga para pemegang saham bisa mengurangi investasinya. Dengan demikian transaksi ini identik dengan penarikan modal sendiri oleh pemegang saham.

e. Dividen Saham

Jika manajemen ingin mengkapitalisasi sebagian dari laba dan dengan demikian menahan laba dalam perusahaan atas dasar permanen, maka perusahaan dapat menerbitkan dividen saham. Dividen saham adalah pembayaran tambahan saham (dividen dalam bentuk saham) kepada pemegang saham. Dividen saham kurang lebih merupakan penyusunan kembali modal perusahaan (rekapitalisasi), sedangkan proporsi kepemilikan tidak mengalami perubahan.

Beberapa teori tentang kebijakan dividen diantaranya: teori dividen irelevan dan teori *bird in the hand*

1) Teori Dividen Irelevan MM (Miller-Modigliani)

Menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berdampak pada harga saham maupun biaya modal suatu perusahaan, karena nilai perusahaan hanya

ditentukan oleh profitabilitas dasar dan risiko usahanya. Dengan kata lain, nilai perusahaan hanya bergantung pada laba yang dihasilkan oleh asetnya, bukan pada bagaimana laba itu dipecah antara dividen dan laba ditahan. Karena rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham. Investor beranggapan bahwa nilai perusahaan hanya dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya.

2) *Theory Bird in The Hand*

Merupakan konsep mengenai kepedulian investor terhadap dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Gordon dan Lintner (1962-1963) dalam penelitian Abdillah (2013) menjelaskan bahwa investor menghendaki pembayaran dividen yang tinggi karena beranggapan bahwa memperoleh dividen tinggi saat ini risikonya lebih kecil daripada memperoleh *capital gain* dimasa yang akan datang. Dalam *theory bird in the hand* ini, Gordon dan Lintner berpendapat bahwa kemungkinan *capital gain* yang diharapkan lebih besar risikonya daripada *dividend yield* yang sudah pasti sehingga investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk setiap pengurangan *dividend yield*. Salah satu keuntungan bila menerapkan *theory bird in the hand* adalah dengan memberikan dividen yang tinggi, maka harga saham perusahaan juga akan semakin tinggi pula. Tetapi ada kekurangan dalam *theory bird in the hand*, yaitu investor diharuskan untuk membayar pajak yang besar akibat dari dividen yang tinggi.

2.2.5 Kebijakan Investasi

Abdillah (2013), investasi adalah kegiatan menempatkan uang atau dana dengan tujuan untuk memelihara atau meningkatkan nilai serta mengharapkan hasil atau *return* positif atas kegiatan tersebut. Sartono (2001) dalam Ningsih dan Iin (2012), Keputusan investasi menyangkut tentang keputusan pengalokasian dana baik dana yang berasal dari dalam perusahaan maupun dana yang berasal dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi baik investasi jangka pendek maupun investasi jangka panjang (Ningsih dan Iin : 2012). Keuntungan di masa depan yang diharapkan dari investasi tersebut tidak dapat diperkirakan secara pasti, sehingga usulan-usulan investasi yang akan dilakukan selalu mengundang resiko menurut Kartikasari (2013).

Menurut Basri (2002) dalam Utomo (2009), Kebijakan investasi sering juga disebut *capital budgeting problem*, adalah masalah bagaimana manajer harus mengalokasikan dana kedalam bentuk-bentuk investasi yang akan dapat mendatangkan keuntungan di masa depan. Adanya pilihan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan di masa datang merupakan kesempatan bertumbuh bagi perusahaan yang akan menaikkan nilai perusahaan. Menurut Jasen dan Mackeling (1976) dalam Utomo (2009) menyatakan bahwa kebijakan investasi dapat berperan sebagai mekanisme transmisi antara kepemilikan dan nilai perusahaan. Jadi, inti dari fungsi dari pendanaan ini adalah bagaimana perusahaan menentukan sumber dana yang optimal untuk mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya menurut Utomo (2009).

Ningsih dan Iin (2012), Kebijakan investasi dimulai dengan identifikasi peluang investasi, yang sering disebut dengan proyek investasi modal. Manajer keuangan harus membantu perusahaan mengidentifikasi proyek-proyek yang menjajikan dan memutuskan berapa banyak akan diinvestasikan dalam tiap proyek. Menurut Brealy, Myers dan Marcus (2008) dalam Ningsih dan Iin (2012) kebijakan investasi juga disebut dengan keputusan penganggaran modal, karena sebagian besar perusahaan mempersiapkan anggaran tahunan yang terdiri dari investasi modal yang disahkan.

Menurut Utomo (2009), Kebijakan investasi jangka panjang dibutuhkan sebagai persoalan *capital budgeting investment* berarti pula sebagai pengeluaran pada saat dimana hasil yang diharapkan dari pengeluaran itu baru akan diterima lebih dari satu tahun mendatang. Suatu perusahaan melakukan investasi terhadap aktiva tetap dalam beberapa bentuk seperti:

- 1) Penggantian aktiva tetap
- 2) Ekspansi atau perusahaan
- 3) Diversifikasi produk
- 4) Eksplorasi
- 5) Penelitian dan pengembangan

Salah satu tugas utama didalam persoalan kebijakan investasi adalah mengadakan estimasi terhadap pengeluaran dan penerimaan uang yang akan diterima dari investasi tersebut pada waktu yang akan datang demi tercapainya nilai perusahaan yang baik.

Utomo (2009) pada umumnya risiko dari investasi muncul tiga kemungkinan

yaitu:

a) Besarnya investasi

Suatu investasi yang besar memiliki risiko yang besar daripada investasi kecil terutama dari unsur kegagalannya. Apabila proyek itu mengalami kegagalan maka hal itu dapat berakibat nilai perusahaan akan turun.

b) Penanaman kembali dari *cash flow*

Bahaya dari kemungkinan tidak terbukanya kemungkinan investasi kembali dari hasil investasi itu akan merupakan tambahan risiko dari penanaman kembali *cash flow* yang diperoleh.

c) Penyimpangan dari *cash flow*

Forecasting yang tepat terhadap *cash flow* dari hasil yang akan diperoleh adalah merupakan suatu pekerjaan yang tidak mudah. Ketidakpastian dari apa yang diharapkan itulah yang merupakan sumber dari risiko ini.

2.2.6 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah suatu skala atau nilai dimana perusahaan dapat diklasifikasikan besar kecilnya berdasarkan total aktiva, log *size*, nilai saham, dan lain sebagainya. Dalam Triyono dkk. (2014) ukuran perusahaan (*size*) menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata tingkat penjualan dan rata-rata total aktiva.

Ukuran perusahaan dapat dinyatakan dalam total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar. Jika semakin besar total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasarnya maka semakin besar pula ukuran perusahaan tersebut. Ketiga variabel tersebut dapat digunakan untuk menentukan ukuran perusahaan karena dapat

mewakili seberapa besar ukuran perusahaan tersebut, misal semakin besar aktiva maka akan semakin banyak modal yang ditanam, semakin banyak penjualan maka semakin banyak perputaran uang dan semakin besar kapitalisasi pasar maka akan semakin besar pula perusahaan itu dikenal oleh masyarakat.

Rahmawati (2015), ukuran perusahaan umumnya berpengaruh pada penilaian investor dalam membuat keputusan investasi. Menurut Analisa (2011) ukuran perusahaan mempunyai pengaruh berbeda terhadap nilai perusahaan. Dewi dan Ary (2013), jika perusahaan memiliki *total asset* yang besar, pihak manajemen lebih leluasa dalam mempergunakan aset yang ada di perusahaan tersebut. Jumlah aset yang besar akan menurunkan nilai perusahaan jika dinilai dari sisi pemilik perusahaan. Akan tetapi jika dilihat dari sisi manajemen, kemudahan yang dimilikinya dalam mengendalikan perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan.

2.2.7 Struktur Aset

Menurut Brigham (2011) dalam Lusi (2013) struktur aset adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aktiva secara garis baesar dalam komposisinya yaitu aktiva lancar dan aktiva tetap. Struktur aktiva suatu perusahaan akan tampak dalam sisi sebelah kiri neraca. Struktur aktiva juga disebut struktur aset atau struktur kekayaan. Struktur aktiva adalah “Perimbangan atau perbandingan baik dalam artian absolut maupun dalam artian relatif antara aktiva lancar dan aktiva tetap”. Selanjutnya yang dimaksud dengan arti absolut adalah perbandingan dalam bentuk nominal, sedangkan yang dimaksud dengan artian relatif adalah perbandingan dalam bentuk persentase.

Ketika perusahaan memiliki aktiva berwujud yang lebih besar, penilaian asetnya menjadi lebih mudah sehingga permasalahan asimetri informasi menjadi lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi kemampuan penggunaan modal utangnya ketika proporsi aktiva berwujud meningkat. Struktur aset mencerminkan seberapa besar aktiva tetap mendominasi komposisi kekayaan yang dimiliki perusahaan.

2.2.8 Nilai Perusahaan

Dalam Septia (2015) nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui suatu proses kegiatan selama beberapa tahun, yaitu sejak perusahaan tersebut didirikan sampai dengan saat ini. Menurut Husnan (2013) dalam Septia (2015) nilai perusahaan atau juga disebut dengan nilai pasar perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual.

Menurut Gitosudarmo dan Basri (2000) dalam Septia (2015) pengertian nilai perusahaan adalah:

“Nilai perusahaan adalah nilai perusahaan saat ini dan nilai pada waktu dan uang yang akan datang, oleh karenanya perlu pertimbangan nilai waktu dan uang. Pertimbangan waktu dan uang dipergunakan untuk menilai pengeluaran dan pemasukan yang akan diterima di waktu yang akan datang, sedangkan evaluasi dan keputusan harus dilakukan sekarang (*present value*).”

Utomo (2009) dalam mengoptimalkan nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan. Jika dilihat dari fungsinya, manajer

keuangan haruslah memaksimalkan profit perusahaan. Namun menurut Sartono (1997) dalam Utomo (2009) tujuan yang harus dicapai oleh manajer keuangan bukanlah mengoptimalkan profit melainkan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimalisasi nilai perusahaan.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Septia (2015) nilai perusahaan dihitung menggunakan *price book value* (PBV). Nilai perusahaan pada umumnya diukur dengan *price book value* (PBV). Rasio PBV merupakan perbandingan antara nilai saham menurut pasar dengan nilai buku ekuitas perusahaan. Nilai buku dihitung sebagai hasil bagi antara ekuitas pemegang saham dengan jumlah saham yang beredar.

2.3 Perumusan Hipotesis

1. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Indikator lain yang harus diperhatikan oleh investor selain dari tingkat return adalah kebijakan hutang yang merupakan faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan hutang berkaitan dengan struktur modal yang optimal. Semakin besar utang suatu perusahaan maka besar kemungkinan kegagalan perusahaan untuk tidak dapat membayar hutangnya sehingga memiliki risiko kebangkrutan. Akibatnya pasar saham akan mereaksi secara negatif yang berupa turunnya volume perdagangan saham dan harga saham yang berdampak terhadap nilai perusahaan.

Mardiyati dkk. (2012) kebijakan hutang berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan artinya dapat dikatakan bahwa kebijakan hutang tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian Amanda

(2013) juga menunjukkan bahwa kebijakan hutang juga berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan artinya dapat dikatakan bahwa kebijakan hutang tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Pasar menerima informasi perusahaan yang akan menerbitkan hutang baru sebagai sinyal negatif, dimana pengguna dana eksternal yang besar akan meningkatkan biaya kebangkrutan sehingga kebijakan hutang tidak menunjukkan pengaruh signifikan dalam meningkatkan nilai perusahaan. Abdillah (2013) juga menunjukkan hasil yang sama kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Triyono dkk. (2013) menunjukkan hasil yang berbeda yaitu kebijakan hutang tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian Utomo (2009) kebijakan hutang yang diprosikan dengan LDE berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan yang diprosikan dengan DER dan BDA tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Atas dasar hasil-hasil penelitian diatas, maka hipotesis penelitian ini dapat dinyatakan seperti berikut ini:

H₁ : Kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan

2. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen merupakan keputusan seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Besarnya dividen biasanya berkisar antara nol sampai sebesar laba bersih tahun berjalan atau tahun lalu. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, maka dapat diartikan oleh investor sebagai sinyal harapan manajemen tentang membaiknya kinerja perusahaan dimasa yang akan datang sehingga kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian Septia (2015) menunjukkan bahwa kebijakan dividen yang diprosikan DPR tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Abdillah (2013) juga menunjukkan hasil yang sama yaitu kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Afzal dan Abdul (2012) juga menunjukkan hasil yang sama yaitu kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian Utomo (2009) kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Fenandar dan Surya (2012) juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sugiarto (2011) juga sependapat bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian Yuniarti (2012) juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Atas dasar hasil hasil-hasil penelitian diatas, maka hipotesis penelitian ini dapat dinyatakan seperti berikut ini:

H₂ : Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan

3. Pengaruh Kebijakan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang. Tujuan kebijakan investasi adalah memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dan tingkat risiko tertentu. Keuntungan yang tinggi disertai dengan risiko yang dapat dikelola diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan, yang berarti pula meningkatkan kemakmuran para pemegang saham.

Dalam penelitian Fenandar dan Surya (2012) menunjukkan kebijakan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Utomo (2009) kebijakan investasi yang diprosikan dengan *Market to Book Value of Equity*

Ratio (MBVER) dan *Book Value of Growth Property, Plant and Equipment to the Book Value of Asset Ratio* (PPE/BVA) berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan yang diproksikan dengan INV tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kartikasari (2013) juga sependapat dengan Utomo (2009) bahwa kebijakan investasi yang diproksikan dengan MBVER berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Afzal dan Abdul (2012) juga menunjukkan bahwa kebijakan investasi pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Abdillah (2013), Rahmawati (2015) dan Septia (2015) juga menunjukkan hasil yang sama kebijakan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Atas dasar hasil-hasil penelitian diatas, maka hipotesis penelitian ini dapat dinyatakan seperti berikut ini:

H₃ : Kebijakan Investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan

4. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah skala atau nilai dimana perusahaan diklasifikasikan besar kecilnya berdasarkan total aktiva. Ukuran perusahaan umumnya berpengaruh terhadap penilaian investor dalam membuat keputusan investasi. Aset yang besar akan menurunkan nilai perusahaan jika dinilai dari sisi pemilik perusahaan. Akan tetapi jika dilihat dari manajemen kemudahan yang dimilikinya dalam mengendalikan perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut Nuraina (2012) perusahaan dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal. Kemudahan mengakses ke pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana, karena kemudahan aksesibilitas ke pasar modal dan kemampuannya untuk memunculkan dana lebih besar. Adanya kemudahan tersebut ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif

dan prospek yang baik sehingga ukuran bisa memberikan pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Hasnawati dan Agnes (2015) menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian Fitriani (2010) juga menunjukkan hasil yang sama yaitu ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Triyono dkk. (2013) juga sependapat dengan Fitriani (2010) ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Nuraina (2012) juga menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Dewi dan Ary (2013) menunjukkan hasil yang berbeda dari penelitian lainnya yaitu ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Atas dasar hasil-hasil penelitian diatas, maka hipotesis penelitian ini dapat dinyatakan seperti berikut ini:

H₄ : Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan

5. Pengaruh Struktur Aset terhadap Nilai Perusahaan

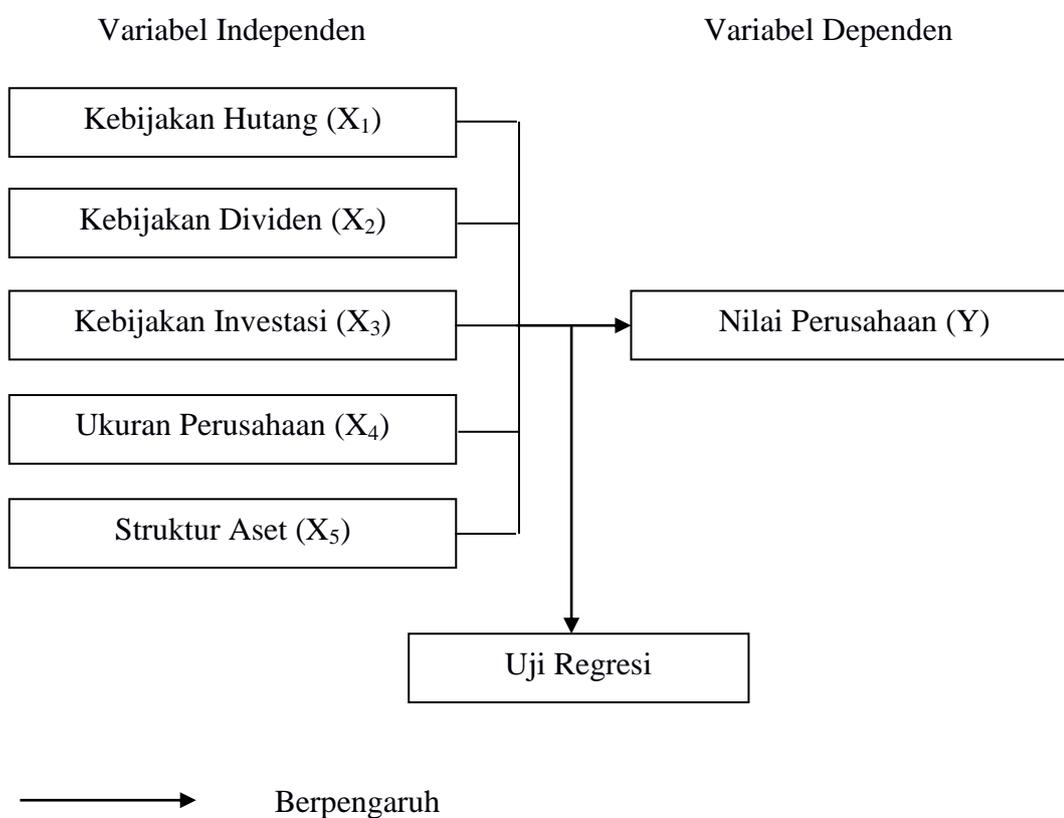
Struktur aset mencerminkan seberapa besar aktiva tetap mendominasi komposisi kekayaan yang dimiliki perusahaan. Struktur aset diukur dengan menghitung total aktiva tetap yang dibandingkan dengan total aktiva keseluruhan dalam satuan rasio atau persen. Ketika aktiva berwujud yang lebih besar penilaian asetnya akan lebih mudah sehingga mengurangi terjadinya asimetri informasi. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi penggunaan modal utang ketika aktiva berwujud meningkat. Ketika aktiva berwujud meningkat dan modal utang berkurang dianggap dapat menambah nilai perusahaan.

Dalam penelitian Fajar (2011) struktur aset tidak memiliki pengaruh terhadap

nilai perusahaan. Penelitian ini melihat pengaruh struktur aset terhadap nilai perusahaan secara langsung. Atas dasar hasil penelitian diatas, maka hipotesis penelitian ini dapat dinyatakan seperti berikut ini:

H₅ : Struktur Aset berpengaruh terhadap nilai perusahaan

2.4 Kerangka Konseptual



Gambar 2.1
Kerangka konseptual

Alur kerangka berpikir diatas terdiri dua variabel yaitu variabel independen dan variabel dependen. Variabel independen meliputi, kebijakan hutang, kebijakan dividen, ukuran perusahaan dan struktur aset. Variabel dependennya adalah nilai perusahaan.