

II. LANDASAN TEORI DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). *Signalling Theory* berakar dari teori akuntansi pragmatik yang memusatkan perhatiannya kepada pengaruh informasi terhadap perubahan perilaku pemakai informasi. Salah satu informasi yang dapat dijadikan sinyal adalah pengumuman yang dilakukan oleh suatu emiten. Pengumuman ini nantinya dapat mempengaruhi naik turunnya harga sekuritas perusahaan emiten yang melakukan pengumuman (Suwardjono, 2005).

Teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar karena perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang dari pada pihak luar (investor dan kreditor). Kurangnya informasi bagi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri mereka dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan

dengan mengurangi informasi asimetri. Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar, salah satunya berupa informasi keuangan yang dapat dipercaya dan akan mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan yang akan datang (Wolk et al, 2000).

2.2 Kebijakan Hutang

Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (Mogdiliani & Miller, 1958). Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil dari pada biaya yang ditimbulkannya. Para pemilik perusahaan lebih suka perusahaan menciptakan hutang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan. Agar harapan pemilik dapat dicapai, perilaku manajer dan komisaris harus dapat dikendalikan melalui keikutsertaan dalam kepemilikan saham perusahaan. Dengan demikian perimbangan kepemilikan dapat menciptakan kehati-hatian para insider dalam mengelola perusahaan. Kebangkrutan perusahaan bukan hanya menjadi tanggungan pemilik utama, namun juga para insider ikut menanggungnya. Konsekuensinya para insider akan bertindak hati-hati termasuk dalam menentukan hutang perusahaan. Oleh karena itu kepemilikan oleh para manajer menjadi pertimbangan penting ketika hendak meningkatkan nilai perusahaan (Brigham, 1999).

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang. Kebijakan hutang sering diukur dengan *debt ratio*. *Debt ratio* adalah total hutang (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang) dibagi dengan total aktiva (baik aktiva lancar maupun aktiva tetap). Rasio ini menunjukkan besarnya hutang yang digunakan untuk perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. Semakin besar rasio menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditor) dan semakin besar biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar perusahaan. Ada beberapa faktor yang membuat pihak perusahaan dalam menentukan atau menerbitkan hutang. Salah satunya yaitu jika harga saham di pasar terlalu mahal (*over value*) maka perusahaan harus menolak menerbitkan saham baru. Sebab harga saham tersebut akan turun sebagai proses koreksi/penilaian. Dengan demikian akan lebih baik kalau menerbitkan hutang. Ini bisa dipahami karena para pemodal akan melihat bahwa penawaran saham baru sebagai sinyal yang buruk, sehingga harga saham tersebut akan turun bila saham baru tersebut diterbitkan. Dengan demikian biaya modal sendiri menjadi tinggi dan nilai perusahaan cenderung menurun. Hal ini akan berdampak pada profitabilitas perusahaan karena sebagian pendapatan digunakan untuk membayar hutang (Kieso et al., 2006).

Penggunaan *debt* akan mengurangi konflik antara *shareholders* dan agen (Jensen dan Meckling, 1976). Melihat dari perspektif keagenan, dimana pengukuran *debt* ini memasukkan unsur kekayaan yang dimiliki non-agen atau *shareholders* yang bukan agen, sehingga kebijakan hutang dapat dilihat dari sisi pemegang saham. Semakin banyak pemegang saham dengan proporsi kepemilikan yang semakin kecil (tidak ada suara mayoritas) maka kemampuan *monitoring* pemegang saham

tidak efektif. Oleh karena itu, diperlukan adanya pihak ketiga yang membantu pemegang saham Ditinjau dari *free cash flow hypothesis*, bila perusahaan mempunyai cukup banyak *cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang saham akan menciptakan *perquisites* atau tindakan manajemen dalam *monitoring* dan *bonding* manajemen yaitu *debtholders* (kreditor) untuk mengurangi *agency cost of equity* (Crutchley dan Hansen, 1989).

2.3 Set Kesempatan Investasi (*Investment Opportunity Set/IOS*)

Set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set/IOS*) adalah merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aktiva dan ekuitas. Penelitian mengenai IOS diantaranya dilakukan oleh Smith dan Watts (1992) meneliti proporsi hubungan IOS dengan kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi. Hasil penelitiannya memberikan bukti bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki hutang yang lebih kecil, membayar dividen yang lebih rendah dan membayar kompensasi kepada manajer yang lebih besar. IOS tidak dapat diobservasi secara langsung sehingga dalam perhitungannya menggunakan proksi (Kallapur dan Trombley, 1999). Proksi IOS diklasifikasikan menjadi tiga yaitu proksi berbasis harga, proksi berbasis investasi, dan proksi berbasis varian (Smith dan Watts, 1992; Kallapur dan Trombley, 1999).

Jenis pengeluaran modal tampaknya besar pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, karena jenis informasi tersebut akan membawa informasi tentang pertumbuhan pendapatan yang diharapkan di masa yang akan datang. Mc Connel dan Muscarella (1984) menguji gagasan dalam kaitannya dengan tingkat pengeluaran

research dan *development* perusahaan. Ternyata kenaikan dalam pengeluaran modal, relatif terhadap harapan-harapan sebelumnya, mengakibatkan kenaikan return atas saham sekitar waktu pengumuman, dan sebaliknya return negative atas perusahaan melakukan penurunan pengeluaran modal. Temuan tersebut telah membawa kepada suatu hasil yang menyatakan bahwa keputusan investasi yang dilakukan mengandung informasi yang berisi sinyal-sinyal akan prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Beberapa studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi antara lain oleh Myers (1977) yang memperkenalkan *IOS*. *IOS* memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. Jadi prospek perusahaan dapat ditaksir dari *Investment Opportunity Set (IOS)*. *IOS* didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value* positif. *IOS* merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, di mana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar (Gaver dan Gaver, 1993). Komponen nilai perusahaan merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat investasi di masa yang akan datang merupakan *IOS* (Smith dan watts, 1992). Dari definisi di atas, terdapat dua pengertian mengenai *IOS*. Satu pendapat mengatakan bahwa *IOS* merupakan keputusan investasi yang dilakukan perusahaan untuk menghasilkan nilai. Di lain pihak *IOS* didefinisikan sebagai nilai perusahaan yang nilainya di proksi melalui *IOS*. Namun secara umum dapat disimpulkan bahwa *IOS* merupakan hubungan antara pengeluaran saat ini maupun di masa yang akan

datang dengan nilai/*return*/prospek sebagai hasil dari keputusan investasi untuk menghasilkan nilai perusahaan.

Proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh para peneliti secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok berdasarkan faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai IOS (Kallapur dan Trombley, 1999), yaitu :

1. Proksi IOS berbasis harga (*price based proxies*) mendasarkan pada perbedaan antara *asset* dan nilai pasar saham. Jadi proksi ini sangat tergantung pada harga saham. Proksi ini mendasarkan pada suatu ide yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dengan harga saham, selanjutnya perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif dari aktiva-aktiva yang dimiliki (*assets in place*).
2. Proksi IOS berbasis investasi (*investment based proxies*) menunjukkan tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan IOS perusahaan (Kallapur dan Trombley, 1999). Perusahaan dengan IOS tinggi akan memiliki investasi yang tinggi. Selanjutnya ditemukan bahwa aktivitas investasi modal yang diukur dengan *ratio capital expenditures to assets* sebagai proksi IOS mempunyai hubungan positif dengan realisasi pertumbuhan.
3. Proksi IOS berbasis varian (*variance measure*), mendasarkan pada ide pilihan akan menjadi lebih bernilai sebagai variabilitas dari *return* dengan dasar pada peningkatan asset. Kallapur dan Trombley (1999) menggunakan proksi *variance of total return*, dan *market model beta*.

Sedangkan Gaver dan Gaver (1993) menggunakan *varian return*. Saputro dan Hartono (2002) di Indonesia menggunakan *varian return* seperti penelitian sebelumnya misalnya (Smith dan Watts, 1992; Gaver dan Gaver, 1993), dan *beta asset*.

2.4 Nilai Perusahaan

Penilaian terhadap suatu perusahaan dalam bidang akuntansi dan keuangan sekarang ini masih beragam. Di satu pihak nilai perusahaan ditunjukkan dengan laporan keuangan perusahaan, sementara pihak lainnya beranggapan bahwa nilai suatu perusahaan tercermin dari nilai saham perusahaan. 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. Masyarakat menilai dengan bersedia membeli saham perusahaan dengan harga tertentu sesuai dengan persepsi dan keyakinannya. Meningkatnya nilai perusahaan adalah sebuah prestasi, yang sesuai dengan keinginan para pemiliknya, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat.

Nilai perusahaan adalah sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1999). Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen aset.

Nilai perusahaan dalam penelitian ini menggunakan pengukuran *Price book value* yang dapat diartikan sebagai hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham. *Price book value* menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya memiliki rasio *price book value* di atas satu, yang mencerminkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. *Price book value* yang tinggi mencerminkan tingkat kemakmuran para pemegang saham, dimana kemakmuran bagi pemegang saham merupakan tujuan utama dari perusahaan (Weston dan Brigham, 2001).

2.5 Penelitian Terdahulu

Sebagai pembanding, akan dikemukakan beberapa penelitian terdahulu yang memiliki kemiripan konsep dengan penelitian ini, diantaranya :

- a. Sukma Perdana 2012, dengan judul Pengaruh Kebijakan Hutang Jangka Panjang dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. Dengan hasil penelitian Kebijakan hutang (DER) dan kebijakan dividen (DPR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Hal ini menyatakan bahwa nilai perusahaan yang menggunakan hutang nilainya lebih besar daripada nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang.
- b. Dwi Sukirni 2012, dengan judul Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. Dengan hasil penelitian Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen berpengaruh

positif secara tidak signifikan. Hasil dari penelitian ini mengungkapkan bahwa pengeluaran hutang yang semakin besar pengaruhnya terhadap nilai perusahaan akan semakin kecil bahkan bisa menurunkan nilai perusahaan.

- c. Muhammad Aditya Nugraha 2012, dengan judul Pengaruh Set Peluang Investasi, Pertumbuhan Terealisasi, dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan LQ 45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Dengan hasil penelitian hanya variabel Set Peluang Investasi yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan variabel Pertumbuhan Terealisasi dan Kebijakan Deviden berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian IOS ini menggunakan proksi varian *earning to price ratio* menyatakan bahwa semakin besar IOS akan semakin besar pula mempengaruhi nilai perusahaan.
- d. Vina Valencia 2008, dengan judul Analisis Pengaruh Investment Opportunity Set(IOS) Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian dengan menggunakan proksi *Capital Expenditures to Book Value of Asset (CAP/BVA)* terhadap Return Saham memiliki korelasi positif tidak signifikan. Hal ini berarti investor belum merespon terhadap informasi mengenai tambahan modal pada nilai pasar perusahaan yang menjadi indikator adanya aliran dana untuk memperoleh kesempatan berinvestasi sehingga memungkinkan adanya pertumbuhan perusahaan di masa depan.

2.6 Pengembangan Hipotesis

2.6.1 Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan

Untuk memperkecil biaya yang timbul sehubungan dengan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham, pemegang saham menyertakan pihak ketiga untuk menanggung biaya pengawasan tersebut. Hal ini dikenal sebagai *control hypothesis*, yaitu untuk memperkecil tindakan-tindakan akan menguntungkan diri sendiri yang diambil manajer, perusahaan yang memiliki aliran kas bebas yang tinggi dengan tingkat pertumbuhan yang rendah akan lebih cenderung untuk memperbesar hutang, dengan logika pemanfaatan aliran kas bebas yang tersedia tersebut akan ditanamkan pada proyek-proyek yang memiliki *net present value* yang positif yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan. Dalam hal ini tindakan manajer dibatasi oleh *debt covenant* yang ditetapkan oleh *debtholders*. Sebaliknya untuk perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, tidak akan ada masalah biaya keagenan yang berkaitan dengan aliran kas bebas yang tinggi (*agency cost of free cash flow*) karena pada perusahaan ini setiap kelebihan dana selalu dapat digunakan oleh perusahaan untuk pertumbuhannya. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi lebih cenderung untuk memperkecil tingkat hutang. Hal ini berkaitan dengan semakin tingginya tingkat *leverage* perusahaan akan semakin tinggi kemungkinan perusahaan dinyatakan bangkrut oleh *debtholders* jika tidak mampu membayar hutang (Myers, 1977).

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh para calon investor (pembeli) jika mereka bermaksud menjalankan usaha tersebut (Husnan, 2004).

Bagi perusahaan yang menjual sahamnya ke pasar modal, nilai perusahaan ini dicerminkan oleh harga sahamnya. Harga saham tinggi membuat nilai perusahaan

juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan di masa depan. Nilai perusahaan yang tinggi juga mengindikasikan kemakmuran pemegang saham yang tinggi dimana hal tersebut sangat dikuasai oleh pemilik perusahaan (investor). Nilai perusahaan sering diproksikan dengan *price book value*. *Price to book value* dapat diartikan sebagai hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham. Secara sederhana dapat dinyatakan bahwa *price book value* merupakan rasio pasar yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya (Ang, 1997).

Price book value juga berarti dapat menunjukkan apakah harga saham yang diperdagangkan *overvalued* nilai buku saham tersebut. *Price book value* menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya memiliki rasio *price book value* di atas satu, yang mencerminkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. *Price book value* yang tinggi mencerminkan tingkat kemakmuran para pemegang saham, dimana kemakmuran bagi pemegang saham merupakan tujuan utama dari perusahaan (Weston dan Brigham, 2001).

Berdasarkan penelitian ini menyatakan bahwa kebijakan hutang yang tinggi memberikan sinyal mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang untuk meningkatkan nilai perusahaan.

2.6.2 Pengaruh set kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan

Set kesempatan investasi merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset-in-place*) dan pilihan pertumbuhan (*growth option*)

pada masa yang akan datang (Myers, 1977). Pertumbuhan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size*, sementara set kesempatan investasi merupakan opsi untuk berinvestasi dalam proyek yang memiliki *net present value* yang positif (Kallapur dan Trombley, 2001). Menurut kedua peneliti tersebut, set kesempatan investasi juga meningkatkan *size* perusahaan, sedangkan tidak semua *growth opportunities* memiliki *net present value* yang positif. Set kesempatan investasi menunjukkan investasi perusahaan atau opsi pertumbuhan. Nilai opsi pertumbuhan tersebut tergantung pada *discretionary expenditure* manajer (Myers, 1977). Opsi pertumbuhan tersebut bisa berupa investasi tradisional atau *discretionary expenditure* yang diperlukan untuk kesuksesan perusahaan seperti penelitian dan pengembangan teknologi baru (Jones dan Sharma, 2001). Ada 5 variabel proksi IOS yang biasa dipakai oleh penelitian sebelumnya, yaitu : *rasio market to book value equity* (MBV), *rasio market to value to book value of assets* (MVA/BVA), *rasio price to earning* (PER), *rasio capital expenditure to assets market value* (CAP/MVA).

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh para calon investor (pembeli) kalau mereka bermaksud menjalankan usaha tersebut (Husnan, 2004). Bagi perusahaan yang menjual sahamnya ke pasar modal (diistilahkan sebagai *go public*), nilai perusahaan ini dicerminkan oleh harga sahamnya. Harga saham tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan di masa depan. Nilai perusahaan yang tinggi juga mengindikasikan kemakmuran pemegang saham yang tinggi dimana hal tersebut sangat dikuasai oleh pemilik perusahaan (investor). Nilai perusahaan sering diproksikan dengan *price book value*. *Price to book value* dapat

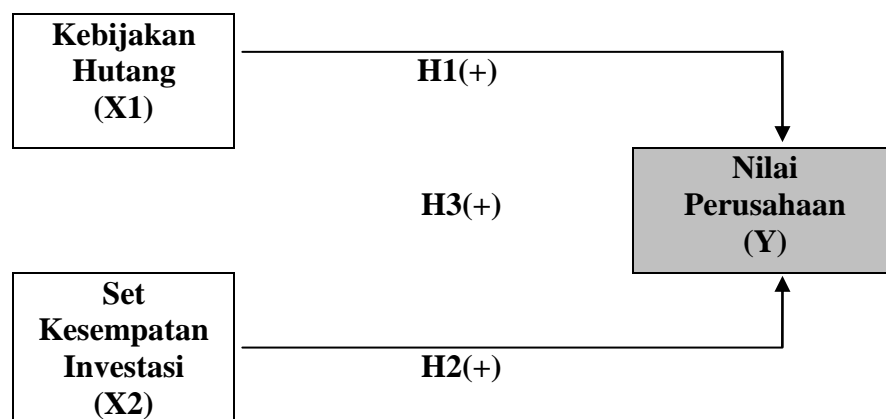
diartikan sebagai hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham.

Price book value juga berarti dapat menunjukkan apakah harga saham yang diperdagangkan *overvalued* nilai buku saham tersebut. *Price book value* menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya memiliki rasio *price book value* di atas satu, yang mencerminkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. *Price book value* yang tinggi mencerminkan tingkat kemakmuran para pemegang saham, dimana kemakmuran bagi pemegang saham merupakan tujuan utama dari perusahaan (Weston dan Brigham, 2001).

Penelitian ini menyatakan bahwa set kesempatan investasi yang tinggi memberikan sinyal mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang untuk meningkatkan nilai perusahaan.

2.7 Kerangka Konseptual

Kerangka pemikiran yang memperlihatkan pengaruh kebijakan hutang dan set kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan dapat dilihat dalam skema berikut ini:



Gambar 1. Kerangka Penelitian

Keterangan :

- H1(+) = Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H2(+) = Set kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H3(+) = Kebijakan hutang dan set kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.8 Hipotesis Penelitian

Bedasarkan teori dan kerangka konseptual, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. **H1** : Kebijakan hutang berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan
2. **H2** : Set kesempatan investasi berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan
3. **H3** : Kebijakan hutang dan set kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan