

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 LANDASAN TEORI

2.1.1. Signalling theory

Menurut Brigham dan Houston (2001) 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. Sinyal dapat berupa informasi yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik dari pada perusahaan lain (Eli, 2008). 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.

Integritas informasi laporan keuangan yang mencerminkan nilai perusahaan merupakan sinyal positif yang dapat mempengaruhi opini investor dan kreditor atau pihak-pihak lain yang berkepentingan. Laporan keuangan

seharusnya memberikan informasi yang berguna bagi investor dan kreditor untuk membuat keputusan investasi, kredit dan keputusan sejenis. *Signalling theory* menyatakan pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Hasnawati, 2005). Peningkatan utang diartikan oleh pihak luar sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar (Brigham, 2006). Penggunaan dividen sebagai isyarat berupa pengumuman yang menyatakan bahwa suatu perusahaan telah memutuskan untuk menaikkan dividen per lembar saham mungkin diartikan oleh penanam modal sebagai sinyal yang baik, karena dividen per saham yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan yakin arus kas masa mendatang akan cukup besar untuk menanggung tingkat dividen yang tinggi (Weston dan Copeland, 1997).

2.1.2. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan lazim diindikasikan dengan *price to book value*. *Price to book value* yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan kedepan. Hal itu juga yang menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab nilai perusahaan yang tinggi mengindikasikan kemakmuran pemegang saham juga tinggi (Lukas, 2008).

Meningkatkan nilai perusahaan adalah tujuan dari setiap perusahaan, karena semakin tinggi nilai perusahaan maka akan diikuti pula oleh tingginya kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan kemakmuran bagi para pemegang saham, sehingga para pemegang saham akan menginvestasikan modalnya kepada perusahaan tersebut (Elvira, 2004). Nilai perusahaan memberikan gambaran kepada manajemen mengenai persepsi investor mengenai kinerja masa lalu dan prospek perusahaan dimasa yang akan datang (Brigham dan Houston, 2001). Sujoko dan Soebiantoro (2007) menjelaskan bahwa nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Nilai perusahaan berperan penting dalam memproyeksikan kinerja perusahaan sehingga dapat mempengaruhi investor dan calon investor terhadap suatu perusahaan (Supriyanto, 2004). Nilai perusahaan pada dasarnya diukur dari beberapa aspek, salah satunya adalah harga pasar saham perusahaan, karena harga pasar saham perusahaan mencerminkan penilaian investor atas keseluruhan ekuitas yang dimiliki (Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Semakin tinggi harga saham, maka nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham juga akan meningkat. Nilai perusahaan dapat direfleksikan melalui harga pasar dimana harga pasar merupakan barometer dari kinerja perusahaan. Rika dan Ishlahudin (2010), mendefinisikan nilai perusahaan sebagai nilai pasar. Alasannya karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran atau keuntungan bagi pemegang saham jika harga perusahaan

meningkat. Nilai perusahaan lazim diindikasikan dengan *price to book value* (PBV). *Price to book value* yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan kedepan. Hal ini juga yang menjadi keinginan pemilik perusahaan, sebab nilai perusahaan yang tinggi mengindikasikan kemakmuran pemegang saham yang juga tinggi (Soliha dan Taswan, 2002). Mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Wijaya (2010), nilai perusahaan dapat dikonfirmasi melalui *Price Book Value* (PBV).

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fama (1998) yang dalam penelitiannya menggunakan pendekatan konsep nilai pasar untuk mengukur nilai perusahaan sampelnya. Nilai pasar berbeda dari nilai buku. Jika nilai buku merupakan harga yang dicatat pada nilai saham perusahaan, maka nilai pasar adalah harga saham yang terjadi di pasar bursa tertentu yang terbentuk oleh permintaan dan penawaran saham oleh para pelaku pasar. Nilai pasar perusahaan ini merupakan nilai yang diberikan pada bursa kepada manajemen dan perusahaan sebagai organisasi yang terus tumbuh (Brigham, 1997). Nilai perusahaan merefleksikan profitabilitas perusahaan di masa depan dan juga menggambarkan profitabilitas saat ini (Hanafi, 2003).

Berdasarkan pendekatan konsep nilai pasar atau *Price Book Value* tersebut, harga saham dapat diketahui berada diatas atau dibawah nilai bukunya. Pada dasarnya, membeli saham berarti membeli prospek perusahaan (Supriyanto, 2004). PBV yang tinggi akan membuat investor yakin atas prospek perusahaan dimasa mendatang. Oleh karena itu keberadaan rasio PBV sangat

penting bagi para investor maupun calon investor untuk menetapkan keputusan investasi.

2.1.3. Kebijakan Dividen

Dividen merupakan pembayaran dari perusahaan kepada para pemegang saham atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan (Sutrisno, 2003). Menurut Lestari (2004), pengertian dividen adalah pembagian bagian keuntungan kepada para pemegang saham. Besarnya dividen yang dibagikan perusahaan ditentukan oleh para pemegang saham pada saat berlangsungnya RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham).

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Dalam kebijakan dividen terdapat *trade off* dan merupakan pilihan yang tidak mudah antara membagikan laba sebagai dividen atau diinvestasikan kembali. Apabila perusahaan memilih membagikan laba sebagai dividen maka tingkat pertumbuhan akan berkurang dan berdampak negatif terhadap saham. Di sisi lain apabila perusahaan tidak membagikan dividen maka pasar akan memberikan sinyal negatif kepada prospek perusahaan. Peningkatan dividen memberikan sinyal perubahan yang

menguntungkan pada harapan manajer dan penurunan dividen menunjukkan pandangan pesimis prospek perusahaan di masa yang akan datang (Sartono, 2001).

Gitman (2003) memberikan definisi kebijakan dividen sebagai suatu perencanaan tindakan perusahaan yang wajib ditaati ketika keputusan dividen dibuat. Munawir (2002) mengartikan kebijakan dividen sebagai suatu keputusan perusahaan dalam menentukan apakah akan membagikan *earnings* yang dihasilkan kepada pemegang saham atau untuk kegiatan reinvestasi perusahaan. Keputusan dividen menyangkut keputusan tentang penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Dividen yang dibagikan dapat berupa dividen tunai (*cash dividend*) atau dividen dalam bentuk saham (*stock dividend*). Dividen tunai umumnya dibagikan secara reguler, baik triwulanan, semesteran atau tahunan.

Terdapat beberapa teori yang dapat digunakan sebagai landasan dalam membuat kebijakan yang tepat bagi perusahaan. Brigham dan Daves (2002:561-562) menyebutkan beberapa teori kebijakan dividen yaitu:

a. Dividend Irrelevant theory

Teori ini beranggapan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham (nilai perusahaan) maupun terhadap biaya modalnya. Kebijakan dividen yang satu sama baiknya dengan kebijakan dividen yang lain. Dijelaskan bahwa pendukung utama teori ketidakrelevanan ini adalah Kieso (2006). Mereka menggunakan sejumlah asumsi, khususnya tentang

ketiadaan pajak dan biaya pialang, *leverage* keuangan tidak memiliki pengaruh terhadap biaya modal, para investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang prospek perusahaan, distribusi laba ke dalam bentuk dividen atau laba ditahan tidak mempengaruhi biaya ekuitas perusahaan dan kebijakan *capital budgeting* (keuntungan anggaran) yang merupakan kebijakan independen terhadap kebijakan dividen.

b. *Bird-in-The Hand Theory*

Menurut Gordon dan Lintner dalam Brigham dan Daves (2002:562), teori ini dapat dijelaskan dengan menggunakan pemahaman bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen dibandingkan dengan pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal karena komponen hasil dividen risikonya lebih kecil dari komponen keuntungan modal (*capital gain*). Para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dibandingkan dengan seandainya mereka menerima dividen, karena dividen merupakan faktor yang dapat dikendalikan oleh perusahaan sedangkan *capital gain* merupakan faktor yang dikendalikan oleh pasar melalui mekanisme penentuan harga saham.

c. *Teori Preferensi Pajak*

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi (Suwaldiman dan Aziz, 2007), yaitu:

- 1) Keuntungan modal (*capital gain*) dikenakan tarif pajak lebih rendah daripada pendapatan dividen. Untuk itu, investor yang memiliki sebagian besar saham mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanam kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi.
- 2) Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai sahamnya terjual, sehingga ada efek nilai waktu.
- 3) Jika selebar saham di miliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang. Karena adanya keuntungan-keuntungan ini, para investor mungkin lebih senang perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. Jika demikian para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang pembagian dividennya rendah daripada untuk perusahaan sejenis yang pembagian dividennya tinggi.

2.1.4. Kebijakan Hutang

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, (Kieso *et al.* 2006). 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. Hal ini akan berdampak pada profitabilitas perusahaan karena sebagian pendapatan digunakan untuk membayar hutang.

Menurut Hanafi (2003), 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 dalam *monitoring* dan *bonding* manajemen yaitu *debt holders* (kreditor) untuk mengurangi *agency cost of equity*. 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 tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* tersebut demi kepentingan sendiri. Kebijakan hutang lebih efektif dalam mengurangi *agency cost of equity* karena adanya pertanggung jawaban yang sah (*legal liability*) dari manajemen untuk memenuhi kewajibannya kepada kreditor yang terkait dengan biaya kebangkrutan. Dividen di satu sisi tidak mempunyai *legal liability* kepada pemegang saham kalau perusahaan tidak mampu membayarkan dividen.

Leverage digunakan sebagai alat untuk mengukur seberapa jauh suatu perusahaan bergantung pada kreditor dalam membiayai aktiva perusahaan.

Perusahaan yang mempunyai leverage yang tinggi berarti sangat tergantung pada pinjaman luar untuk membiayai aktivitya, sedangkan perusahaan yang mempunyai leverage rendah lebih banyak membiayai investasinya dengan modal sendiri. Dengan demikian semakin tinggi leverage berarti semakin tinggi resiko karena ada kemungkinan, perusahaan tidak dapat melunasi kewajiban hutangnya, baik berupa pokok maupun bunganya, Fitri (2003). 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 dan nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan. Dalam hal ini tindakan manajer dibatasi oleh *debt covenant* yang ditetapkan oleh *debtholders*.

2.1.5. Penelitian terdahulu

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

- a. Wijaya (2010) meneliti pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, keputusan

investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan, kebijakan pendanaan tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

- b. Sudiyatno dan Elen (2010) mengenai pengaruh kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan kinerja keuangan sebagai variabel *intervening*. Hasil dalam penelitian tersebut menyatakan bahwa tingkat *leverage* perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, pengeluaran modal berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan insentif manajer tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
- c. Gany Ibrahim (2012) meneliti Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitiannya keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- d. Sujoko (2007) melakukan pengujian terhadap pengumuman dividen selama periode 1994-1996 dengan menggunakan *model market adjusted*, *mean adjusted* dan *market model* untuk menghitung *abnormal return*. Hasil yang di dapat adalah sehari sebelum pengumuman, hari pengumuman dan sehari setelah pengumuman dividen meningkat, terdapat reaksi pasar yang positif.

Artinya pengumuman dividen memiliki kandungan informasi yang berguna bagi investor.

2.2 Pengembangan Hipotesis

2.2.1. Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan.

Menurut Hatta (2002), terdapat sejumlah perdebatan mengenai bagaimana kebijakan deviden mempengaruhi nilai perusahaan. Pendapat pertama menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan, yang disebut dengan teori irrelevansi dividen. Pendapat kedua menyatakan bahwa dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan, yang disebut dengan *Bird in The Hand Theory*. Pendapat ketiga menyatakan bahwa semakin tinggi *dividend payout ratio* suatu perusahaan, maka nilai perusahaan tersebut akan semakin rendah. *Dividend signaling theory* pertama kali dicetuskan oleh Bhattacharya (1979). Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang. Fama dan French (1998) menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari kebijakan dividen memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Hasnawati (2005) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini sebagai berikut :

H₁ : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.2.2. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

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 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. Myers (1977) menyatakan bahwa 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. Selanjutnya dengan menambah hutang, aktiva yang dimiliki digunakan sebagai jaminan. Masalah *asset substitution* terjadi saat manajer yang oportunistik mengganti *higher variance assets* dengan *lower variance asset*, sekali hutang/obligasi dikeluarkan.

Perusahaan yang memiliki *asset-in-place* yang tinggi, masalah ini tidak terjadi karena aktiva berupa aktiva tetap dan relatif lebih mudah diawasi (Gul, 1999). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah lebih cenderung untuk meningkatkan *leverage*. Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi memungkinkan mempunyai kesempatan yang *profitable* sehingga akan mendanai investasinya secara internal dibandingkan dengan dana eksternal. Penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan, yang mana pendapatan dipengaruhi faktor eksternal sedangkan hutang menimbulkan beban tetap tanpa memperdulikan besarnya pendapatan. Tujuan utama perusahaan pada dasarnya adalah mengoptimalkan nilai perusahaan karena semakin tinggi nilai perusahaan, maka semakin sejahtera para *shareholdernya*. Fama dan Frech (1998) dalam Wijaya (2010) menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari *leverage* memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Hasnawati (2005), Wijaya dan Pawestri (2006) mencoba melakukan penelitian mengenai kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan, dari hasil penelitiannya disimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Said (2001) serta Sujoko dan Soebiantoro (2007) memberikan hasil yang berbeda dimana kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan, yang mana pendapatan dipengaruhi faktor eksternal sedangkan hutang menimbulkan beban tetap tanpa memperdulikan besarnya pendapatan. Semakin besar hutang, semakin besar kemungkinan terjadinya perusahaan tidak mampu membayar kewajiban berupa bunga dan pokoknya. Risiko kebangkrutan akan semakin tinggi karena bunga akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak. Penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) memberikan hasil dimana kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian diajukan hipotesis sebagai berikut:

H₂ : Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Dengan demikian pengaruh kebijakan dividen dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan pada penelitian ini dapat dilihat dalam skema di bawah ini :

Gambar 6.2

Desain Penelitian

