

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Nilai Perusahaan (*firm value*)

Nilai Perusahaan adalah kinerja yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran di pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan (Harmono, 2017 : 232).

Nilai Perusahaan dapat diukur melalui nilai harga saham di pasar berdasarkan terbentuknya harga saham perusahaan di pasar, yang merupakan refleksi penilaian oleh publik terhadap kinerja perusahaan secara riil karena terbentuknya harga di pasar merupakan titik-titik kestabilan kekuatan permintaan dan titik-titik kestabilan kekuatan penawaran harga yang secara riil terjadi transaksi jual beli surat berharga di pasar modal antara para penjual (emiten) dan para investor, atau sering disebut sebagai ekuilibrium pasar. Oleh karena itu, dalam teori keuangan pasar modal harga saham di pasar disebut sebagai konsep nilai perusahaan (Harmono, 2017 : 50).

Nilai Perusahaan adalah sebuah nilai yang menunjukkan cerminan dari suatu perusahaan secara keseluruhan (Clementin & Priyadi, 2016). Nilai perusahaan yang dimaksud merupakan sejumlah harga yang bersedia dibayarkan oleh investor jika perusahaan tersebut akan dijual. Nilai perusahaan dapat mencerminkan nilai asset yang dimiliki oleh perusahaan dan semakin tinggi nilai perusahaan maka perusahaan akan memiliki citra yang semakin baik. Nilai perusahaan sering dikaitkan dengan harga saham, sehingga semakin tinggi harga

saham maka akan semakin tinggi pula nilai perusahaan dan sebaliknya. Harga saham merupakan harga yang terjadi pada saat saham diperdagangkan di pasar (Arindita & Sampurno, 2015).

Harga pasar saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai asset perusahaan sesungguhnya. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi peluang - peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga akan meningkatkan harga saham, dengan meningkatnya harga saham maka nilai perusahaan juga akan meningkat (Pendria & Efni, 2015).

Nilai perusahaan mencerminkan sejauh mana suatu perusahaan diakui oleh publik. Dalam penelitian ini, nilai perusahaan sebagai variable dependen diukur dengan menggunakan *price book value* (PBV). *price book value* (PBV) adalah rasio perbandingan harga saham dan nilai buku ekuitas perusahaan, yang mengukur nilai yang diberikan pasar kepada manajemen dan organisasi sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh. PBV sering digunakan sebagai acuan dalam menentukan nilai suatu salah relatif terhadap harga pasarnya (Hery, 2017 : 6).

2.2. Struktur Modal

Struktur modal adalah kombinasi dan perimbangan antara hutang dan modal sendiri (saham preferen dan saham biasa) yang digunakan perusahaan untuk merencanakan mendapatkan modal (Sudana, 2011 : 1)

Menuurut (Arindita & Sampurno, 2015) Struktur modal merupakan perimbangan proporsi pemakaian hutang dengan modal sendiri. Struktur modal berhubungan dengan besarnya risiko yang ditanggung oleh pemegang saham dan besarnya tingkat pengembalian atau tingkat keuntungan yang diharapkan investor. Kebijakan penggunaan hutang dalam struktur modal akan memberikan kesempatan perusahaan untuk berkembang sehingga perusahaan dapat meningkatkan investasi yang akan mempengaruhi nilai perusahaan.

2.2.1. Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal

Empat faktor utama yang mempengaruhi keputusan struktur modal adalah (Ambarwati, 2010 : 2) :

1. Risiko bisnis, atau risiko yang inheren dengan operasi perusahaan jika perusahaan tidak mempergunakan utang. Semakin tinggi risiko bisnis perusahaan, maka semakin rendah rasio utang optimalnya.
2. Posisi perpajakan perusahaan. Salah satu alasan utama menggunakan utang adalah bunganya yang dapat menjadi pengurang pajak, yang selanjutnya akan mengurangi biaya utang efektif.
3. Fleksibilitas keuangan, atau kemampuan untuk memperoleh modal dengan persyaratan yang wajar dalam kondisi yang buruk, yang merupakan hal yang vital bagi keberhasilan jangka panjang perusahaan.
4. Konservatisme atau keagresifan manajemen. Beberapa manajer lebih agresif dari yang lainnya, sehingga beberapa perusahaan cenderung menggunakan utang sebagai usaha untuk mendorong keuntungan.

2.2.2. Teori Struktur Modal

Macam-macam teori struktur modal (Ambarwati, 2010 : 41) :

1. Proposisi M&M (Miller-Modigliani) I: tanpa pajak

Ahli manajemen keuangan Modigliani dan Merton Miller mengemukakan proposisi I dan II. Salah satu cara untuk mengilustrasikan proposisi MM I dengan membandingkan dua perusahaan yang identik pada sisi kiri neraca perusahaannya. Dimana keduanya memiliki aset dan operasi yang sama, sedangkan sisi kanan neracanya adalah berbeda karena kedua keuangan perusahaan tadi beroperasi secara berbeda

Asumsi-asumsi proposisi MM-1 tanpa pajak:

- a. Risiko bisnis perusahaan diukur dengan standar deviasi EBIT.
- b. Investor memiliki harapan yang sama tentang EBIT.
- c. Saham dan obligasi dijualbelikan pada pasar sempurna.
- d. Utang adalah tanpa risiko sehingga suku bunga utang adalah suku bunga bebas risiko.
- e. Tidak ada pajak pribadi atau perusahaan.

Perusahaan menggunakan utang atau tidak ternyata nilai perusahaan dan biaya modal adalah tetap. Atau dengan kata lain nilai perusahaan yang menggunakan utang sama dengan nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang. Implikasinya adalah:

- a. Struktur modal perusahaan menjadi tidak relevan.
- b. WACC perusahaan akan tetap sama apapun pertimbangan utang-modal sendiri atau struktur modal yang digunakan untuk mendanai perusahaan.

2. Proposisi M&M (Miller-Modigliani) II: dengan pajak

Teori ini MM menerbitkan artikel dengan mengubah asumsi adanya pajak terhadap penghasilan perusahaan (*corporate taxes*). Menurut asumsi ini maka penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan atau dengan kata lain perusahaan lebih memilih mendanai perusahaan menggunakan utang dibandingkan dengan modal sendiri. Hal ini dikarenakan adanya penghematan pembayaran pajak penghasilan karena adanya biaya bunga (*tax-deductible*). Implikasinya adalah:

- a. Pendanaan dengan utang lebih baik atau bahkan ada teori MM yang beranggapan sebaiknya perusahaan menggunakan 100% utang.
- b. WACC menurun karena sebagian pendanaan adalah utang.

3. *Trade-off Theory*

Model ini dikembangkan untuk menguji pendapat MM dengan menghubungkan asumsi-asumsi MM dengan biaya kebangkrutan (*financial distress cost*) yang mana hal ini dapat menyebabkan sebanding dengan *leverage* yang digunakan:

- a. Pada tingkat *leverage* rendah manfaat penghematan pajak akibat penggunaan utang dapat melebihi biaya kebangkrutan perusahaan.

- b. Pada tingkat *leverage* tinggi biaya kebangkrutan justru bisa melebihi manfaat penghematan pajak akibat penggunaan utang tersebut.
- c. Semakin besar penggunaan utang maka semakin besar pula keuntungan akibat utang tersebut namun PV biaya *financial distress* dan *agency* juga besar bahkan lebih besar.

Jadi disebut model *trade-off* karena struktur modal optimum terjadi jika terdapat keseimbangan antara biaya *financial distress* dan *agency problem* dan manfaat atas penggunaan *leverage* atau utang (*tax-shield*). Model *trade off* memang logis secara teori tapi secara empiris bukti-bukti yang mendukung model ini kurang kuat, dengan demikian MM dan Miller sangat berperan dalam mengembangkan teori struktur modal.

4. Miller model

Miller menyatakan dukungannya terhadap MM dengan menampilkan struktur modal yang meliputi *personal taxes* dari penghasilan saham (T_{ps}) dan obligasi (T_d) selain *corporate taxes* (T_c).

Asumsi-asumsi:

- a. Jika tidak ada pajak maka $T_{ps} = T_d = T_c = 0$, jadi sama dengan MM I tanpa pajak.
- b. Jika tidak ada pajak pribadi maka $T_s = T_d = 0$, akan sama dengan MM dengan pajak.
- c. Kelemahan model Miller adalah mengabaikan biaya *financial distress* dan *agency problem*.

5. *Signaling theory*

Pada mulanya MM berasumsi bahwa antara investor dan manager memiliki informasi yang sama, namun pada kenyataannya manager memiliki informasi yang lebih besar dibandingkan investor sehingga manager dapat:

- a. Menjual saham jika saham *overvalued* (harga saham dinilai optimis)
- b. Menjual saham jika saham *undervalued* (harga saham dinilai pesimis).

Investor akhirnya mengetahui hal ini, dan menganggap terjadinya asimetri informasi diantara mereka sehingga menganggap kejadian itu sebagai sinyal negatif. Hal ini didukung oleh teori yang disampaikan oleh Gordon Donaldson tentang informasi yang tidak simetris, akibatnya manajemen dianggap lebih mengetahui kondisi perusahaan dibandingkan investor dipasar modal.

Jika perusahaan ingin memaksimumkan nilai untuk *current stockholder* maka perusahaan memiliki prospek cerah, manajemen tidak menerbitkan saham baru tapi menggunakan laba ditahan dan jika prospek kurang baik manajemen baru akan menerbitkan saham baru untuk memperoleh dana. Sayangnya investor mengetahui hal ini sehingga penawaran saham baru oleh investor dianggap sebagai sinyal negatif dan akhirnya harga saham cenderung turun jika saham baru diterbitkan. Hal ini menyebabkan biaya modal sendiri naik, WACC semakin naik dan perusahaan akan turun sehingga mendorong perusahaan menerbitkan obligasi dibandingkan saham baru.

2.3. **Keputusan Investasi**

Menurut (Ayem & Nugroho, 2016), Keputusan investasi adalah keputusan penanaman modal berjangka waktu lama yang menyangkut harapan terhadap hasil

keuntungan yang diperoleh perusahaan di masa yang akan datang. Keputusan investasi mempunyai dimensi waktu jangka panjang, sehingga keputusan yang diambil harus dipertimbangkan dengan baik, karena mempunyai risiko berjangka panjang pula.

Keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan. Keputusan investasi merupakan keputusan mengenai penanaman modal dimasa sekarang untuk mendapatkan keuntungan dimasa yang akan datang. Keputusan investasi yang dibuat perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan menghasilkan kas yang dapat memenuhi kebutuhan jangka panjang maupun jangka atau yang disebut likuiditas perusahaan (Clementin & Priyadi, 2016).

2.3.1. Teori Keputusan Investasi

Signaling teory menjelaskan bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Keputusan investasi dalam penelitian ini diproksikan dengan Price Earnings Ratio (PER). PER yang tinggi menunjukkan investasi perusahaan yang bagus dan prospek pertumbuhan perusahaan yang bagus sehingga para investor akan tertarik. Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai saham lebih besar dari pada nilai yang tercatat pada neraca perusahaan, sehingga PBV perusahaan tinggi dan nilai perusahaan pun tinggi (Ayem & Nugroho, 2016).

2.3.2. Bentuk – bentuk investasi

Dalam aktivitas , secara umum dikenal dua bentuk investasi, yaitu (Fahmi, 2015) :

1. Investasi nyata.

Investasi nyata (*real investment*) secara umum melibatkan asset berwujud, seperti tanah, mesin-mesin, atau pabrik.

2. Investasi keuangan.

Investasi keuangan (*financial investment*) melibatkan kontrak tertulis, seperti saham biasa (*common stock*) dan obligasi (*bond*).

Pada dua bentuk investasai ini William F. Sharpe dkk., menegaskan bahwa pada perekonomian primitif hampir semua investasi lebih condong ke investasi nyata, sedangkan pada perekonomian modern lebih banyak dilakukan investasi keuangan karena lembaga-lembaga investasi yang berkembang pesat memberi fasilitas untuk berinvestasi nyata. Berdasarkan penjelasan tersebut, kedua bentuk investasi lebih bersifat komplementer, bukan kompetitif. Dengan demikian ukuran kemajuan ekonomi suatu negar dapat dilihat dari keberadaan dari kualitas bursa efeknya yang diakui oleh para pebisnis.

2.3.3. Tipe- tipe investasi

Ada dua tipe yang dapat dipilih, yaitu (Fahmi, 2015) :

1. Investasi langsung.

Investasi langsung (*direct investment*) yaitu mereka yang memiliki dana dapat langsung berinvestasi dengan secara langsung membeli aset keuangan dari

suatu perusahaan yang dapat dilakukan baik melalui perantara maupun cara lainnya. Berikut ini rangkuman beberapa macam investasi langsung :

a. Investasi langsung yang tidak dapat diperjualbelikan.

Yang termasuk investasi yang tidak dapat diperjualbelikan antara lain: tabungan dan deposito

b. Investasi langsung yang dapat diperjualbelikan.

- Investasi langsung di pasar uang.

Investasi langsung di pasar uang terbagi menjadi dua yaitu, *treasury bill* atau *T-bill* (utang treasuri) dan deposito yang dapat dinegosiasikan.

- Investasi langsung di pasar modal.

Investasi langsung di pasar modal terbagi menjadi dua yaitu, surat-surat berharga pendapatan tetap (*fixed income securities*) dan saham-saham (*equity securities*). surat-surat berharga pendapatan tetap (*fixed income securities*) meliputi obligasi teasuri (*treasury bond* atau *T-bond*), *federal agency securities*, obligasi daerah (*municipal bond*), obligasi perusahaan (*corporate bond*), obligasi perusahaan (*convertible bond*).

- Investasi langsung di pasar turunan.

Investasi langsung di pasar turunan terbagi menjadi dua yaitu, kontrak opsi dan kontrak *future*. Kontrak opsi meliputi waran (*warrant*), opsi jual (*put option*), opsi beli (*call option*).

2. Investasi tidak langsung

Investasi tidak langsung (*indirect investment*) terjadi ketika pihak memiliki kelebihan dana dapat melakukan keputusan investasi namun tidak terlibat secara langsung, atau cukup dengan membeli aset keuntungan dalam bentuk saham obligasi. Mereka yang melakukan kebijakan investasi tidak langsung umumnya cenderung tidak terlibat dalam pengambilan keputusan penting pada suatu perusahaan. Contohnya, mereka biasanya membeli saham dan obligasi yang terjual di pasar modal melalui perusahaan investasi atau perantara (*agent*). Perantara tersebut nantinya akan mendapatkan sejumlah keuntungan yang dianggap sebagai upah jasa (*fee*). Sementara itu, perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik dan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolionya.

2.3.4. Proses Investasi

Proses pengambilan keputusan investasi selalu memerlukan proses. Proses tersebut akan memberikan gambaran pada setiap tahap yang akan ditempuh oleh perusahaan. Secara umum proses manajemen investasi meliputi lima langkah berikut menurut (Fahmi, 2015):

1. Menetapkan sasaran investasi.

Penetapan sasaran berarti melakukan keputusan yang bersifat fokus atau menempatkan target sasaran terhadap yang akan diinvestasikan. Penetapan sasaran investasi sangat disesuaikan dengan apa yang akan ditujukan pada investasi tersebut. Jika sasaran investasinya dalam bentuk penyaluran kredit, maka

investasi tersebut dilakukan dalam bentuk lembaga perbankan, *leasing*, bank kreditan, atau lembaga-lembaga sejenis yang bertugas untuk menghimpun dana dari masyarakat dan menyalurkannya ke publik yang mengalami kekurangan dana.

2. Membuat kebijakan investasi.

Tahap kedua ini berkaitan dengan bagaimana perusahaan mengelola dana yang berasal dari saham, obligasi, dan lainnya, untuk kemudian didistribusikan ke tempat-tempat yang dibutuhkan. Perhitungan pendistribusian dana ini harus dilakukan dengan prinsip kehati-hatian karena berbagai hal dapat timbul pada saat dana tersebut tidak mampu untuk ditarik kembali. Selain itu, pihak perusahaan juga perlu memperhitungkan tentang beban pajak (*tax*) yang akan ditanggungnya nanti.

3. Memilih strategi portofolio.

Tahapan ini berkaitan dengan keputusan peranan yang akan diambil oleh pihak perusahaan, yaitu apakah investasinya akan bersifat aktif atau pasif. Pada saat perusahaan melakukan investasi aktif maka semua kondisi tentang perusahaan akan dengan cepat tergambarkan dipasar saham. Inverasi aktif akan selalu mencari informasi yang tersedia, dan selanjutnya mencari kombinasi portofolio yang paling tepat untuk dilaksanakan. Sementara itu, investasi secara pasif hanya dapat dilihat melalui indeks rata-rata atau berdasarkan reaksi pasar saja, tanpa ada sikap atraktif.

4. Memilih aset.

Pada tahapan ini pihak perusahaan berusaha memilih aset investasi yang nantinya akan memberi imbal hasil paling tinggi (*maximum return*). Imbal hasil yang di maksud adalah keuntungan yang mampu diperoleh.

5. Mengukur dan mengevaluasi kinerja.

Tahap ini menjadi tahap reevaluasi bagi perusahaan untuk meninjau kembali tindakan apa saja yang telah dilakukan selama ini, serta apakah tindakan yang telah dilakukan selama ini telah benar-benar maksimal atau belum. Jika belum, sebaiknya perusahaan segera melakukan perbaikan agar kedepannya tidak menimbulkan kerugian. Namun demikian, perusahaan berharap agar dapat memperoleh keuntungan yan bersifat tetap, bukan hanya keuntungan yang diperoleh sesaat saja.

2.4. Keputusan Dividen

Pengertian Dividen menurut (Ross, Westerfield, & Jordan, 2009 : 209) merupakan pembayaran yang berasal dari pendapatan/laba perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk kas atau saham dan Kebijakan dividen adalah pola waktu dari pembayaran dividen.

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang diambil manajemen perusahaan untuk memutuskan membayarkan sebagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham daripada menahannya sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan kembali agar mendapatkan *capital gains*. *Capital gains* adalah keuntungan modal yang akan diperoleh pemegang saham jika menginvestasikan kembali pendapatannya dalam jangka panjang (Ambarwati, 2010 : 64).

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham atau tidak, dan berapa banyak dari laba tersebut yang akan ditanam atau diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan sebagai laba ditahan (Hery, 2017 : 86).

2.4.1. Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Faktor-faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen rendah (Ambarwati, 2010 : 68):

1. Pajak

Jika kita menggunakan kasus di USA maka untuk pemegang saham individual, tingkat pajak efektif pada pendapatan dalam bentuk dividen akan lebih besar daripada pendapatan modal (*capital gains*). *Capital gains* pada kenyataannya akan diberi pembebanan pajak yang lebih rendah, dan akan diberi pembebanan pajak yang lebih rendah, dan akan diberi tenggang waktu sampai sahamnya terjual.

Bagi perusahaan yang lebih menyukai pembayaran dividen rendah memiliki alasan karena dengan menginvestasikan kembali dananya untuk mendapatkan *capital gains*, dapat menghemat pembayaran pajak. Sehingga dapat disimpulkan bahwa karena *capital gains* dan membayar dividen rendah. Namun demikian tetap tidak bisa secara otomatis menyarankan perusahaan untuk tidak perlu membayar dividen.

2. Floation cost

Jika perusahaan ingin membayar dividen dapat dilakukan dengan menjual saham baru namun untuk itu dibutuhkan biaya sangat mahal. Jika kita

memasukkan biaya flotasi dalam hal ini, maka nilai saham akan berkurang jika kita menjual saham baru. Secara umum, andaikan dua perusahaan yang sama dalam segala hal kecuali dalam hal pembayaran dividen yang lebih besar dari arus kas yang dimiliki perusahaan. Karena perusahaan yang memilih pembayaran dividen tinggi maka harus menjual banyak saham baru, padahal sangat mahal biaya flotasinya, sehingga perusahaan lebih memilih pembayaran dividen rendah.

3. *Dividend restrictions*

Dalam beberapa kasus perusahaan pasti menghadapi kendala dalam pembayaran dividennya. Jika ingin membayar dividen tinggi maka laba ditahan menjadi rendah sehingga kesempatan bertumbuh perusahaan menjadi sangat sulit. Hal ini seringkali disebut sebagai *trade-off* perusahaan.

Faktor faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen tinggi (Ambarwati, 2010 : 69) :

1. Nilai dividen sekarang yang didiskontokan lebih tinggi dari dividen yang akan datang dinilai saat ini.
2. Dua perusahaan dalam satu industri yang memiliki kesamaan *power* pendapatan dan posisi, perusahaan yang membayar dividen lebih tinggi, maka harga sahamnya juga lebih tinggi.
3. Keinginan pemegang saham untuk mendapatkan *current income*, dan hal ini sangat relevan dalam kehidupan nyata. Daripada menginvestasikan kembali kas untuk mendapatkan keuntungan jangka panjang dan belum pasti, maka pemegang saham memilih membagi dalam bentuk dividen tinggi.

4. Ketidakpastian resolusi, menurut Myron Gordon kebijakan dividen tinggi sangat bermanfaat bagi pemegang saham karena dapat mengurangi ketidakpastian yang akan diterima pemegang saham jika menginvestasikan kembali dananya untuk mendapatkan *capital gains*. Pendapat Gordon ini dalam teori dividen dan disebut teori *Bird in The Hand*, sesuatu yang sudah pasti ditangan, itulah yang kita ambil. Namun pendapat tersebut ada kelemahannya, yaitu pemegang saham dapat menciptakan *bird in the hand* dengan sangat mudah yaitu dengan menjual sahamnya. Jika tipe investor adalah penghindar ketidakpastian, maka harga saham perusahaan akan rendah karena membayar dividen rendah. Sebaliknya jika penyuka ketidakpastian maka harga saham perusahaan akan tinggi jika perusahaan membayar dividen rendah.

Berikut ini, akan dibahas faktor-faktor yang biasanya harus (dan seharusnya) dianalisis perusahaan ketika membuat keputusan kebijakan dividen (Ambarwati, 2010 : 74):

1. Aturan-aturan hukum

Hukum badan perusahaan mamutuskan legalitas distribusi apa pun kepada para pemegang saham biasa perusahaan. Berbagai aturan hokum yang dibahas dalam membuat batasan hokum yang memungkinkan dibawah ini penting kebijakan dividen akhir perusahaan dapa berjalan.

2. Kebutuhan pendanaan perusahaan.

Intinya adalah menentukan arus kas dan posisi kas perusahaan yang akan terjadi ditengah ketiadaan perubahan kebijakan dividen. Perusahaan mungkin

ingin menentukan apakah ada yang tersisa setelah memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan, termasuk pendanaan untuk berbagai proyek investasi yang dapat diterima. Kemungkinan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan dividen harus dianalisis dalam kaitannya dengan distribusi probabilitas kemungkinan arus kas masa depan dan juga saldo kas.

3. Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak keputusan dividen karena dividen menunjukkan arus kas keluar, semakin besar posisi kas dan keseluruhan likuiditas perusahaan maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membaya dividen. Oleh karena itu pihak manajemen ingin mempertahankan likuiditas untuk menghindari risiko/ketidakpastian maka manajemen tidak akan membayar dividen dalam jumlah besar.

4. Kemampuan untuk meminjam

Apabila perusahaan memiliki kemampuan untuk meminjam dalam jangka waktu relatif singkat maka dapat dikatakan perusahaan tersebut fleksibel secara keuangan. Kemampuan meminjam ini dapat dalam bentuk batas kredit bergilir dari bank atau lembaga keuangan. Semakin besar kemampuan perusahaan untuk meminjam maka semakin besar pula fleksibilitas untuk meminjam sehingga perusahaan tidak perlu khawatir dengan pengaruh pembayaran dividen kas terhadap likuiditasnya.

5. Batasan-batasan dalam kontrak utang

Syarat perjanjian utang adalah pelindung kesepakatan dalam obligasi atau perjanjian pinjaman meliputi batasan untuk pembayaran dividen. Biasanya syarat

perjanjian utang dinyatakan sebagai persentase maksimum laba ditahan kumulatif dalam perusahaan, larangan ini otomatis mempengaruhi pembayaran dividen perusahaan.

6. Pengendalian

Apabila perusahaan dalam kondisi akan diakuisisi pembayaran dividen yang rendah akan menguntungkan pihak luar yang sedang mencoba mendapatkan kendali. Perusahaan yang terancam akan diakuisisi akan membayar dividen dalam jumlah besar untuk menyenangkan pemegang saham.

2.4.2. Teori Kebijakan Dividen

Terdapat Teori tentang kebijakan dividen sebagai berikut (Sudana, 2011 : 168):

1. Teori *dividend irrelevance*

Teori ini dikemukakan oleh Franco Modigliani dan Merton Miller (Modigliani-Miller/MM). Menurut teori *dividend irrelevance*, kebijakan dividen tidak mempengaruhi harga pasar saham perusahaan atau nilai perusahaan. Modigliani dan Miller berpendapat bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan (*earning power*) dan risiko bisnis, sedangkan bagaimana membagi arus pendapatan menjadi dividend and laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Asumsi yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller adalah:

- a. Tidak ada pajak atas pendapatan perusahaan dan pendapatan pribadi.
- b. Tidak ada biaya emisi atau biaya transaksi saham.

- c. *Leverage* keuangan tidak memengaruhi biaya modal.
- d. Investor dan manajer memiliki informasi yang sama tentang prospek perusahaan.
- e. Pendistribusian pendapatan antara dividen dan laba ditahan tidak memengaruhi biaya modal sendiri.
- f. Kebijakan penganggaran modal independen dengan kebijakan dividen.

Inti dari pendapat Modigliani-Miller adalah pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham di-*offset* sepenuhnya oleh cara-cara pembelanjaan investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Misalkan perusahaan telah membuat keputusan investasi, maka perusahaan harus memutuskan apakah menahan laba untuk membelanjai investasi atau membayar dividen dan menjual saham baru sejumlah dividen yang dibayarkan.

Salah satu kebijakan dividen yang mempunyai implikasi *dividend irrelevance* adalah *dividend payout as a residual decision*. Selama perusahaan mempunyai proyek investasi yang menghasilkan *return* lebih tinggi dari *return* yang diharapkan, perusahaan akan menggunakan laba untuk membelanjai investasi tersebut. Jika perusahaan mempunyai sisa laba setelah semua proyek investasi yang dapat diterima dibelanjai, barulah sisa laba tersebut dibagikan sebagai dividen kas kepada pemegang saham.

Bila kebijakan dividen diperlakukan sebagai bagian dari keputusan pembelanjaan, berarti pembayaran dividen kas bersifat pasif. Artinya, besar kecilnya *dividend payout* akan berfluktuasi dari waktu ke waktu sesuai dengan fluktuasi jumlah peluang investasi yang tersedia bagi perusahaan. Perlakuan

kebijakan dividen sebagai suatu keputusan sisa yang bersifat pasif mempunyai implikasi bahwa dividen adalah tidak relevan (*irrelevant*), yaitu investor *indifferent* antara dividen dan laba ditahan.

2. Teori *Bird In-the-Hand*

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Lintner. Berdasarkan teori *bird in the band*, kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap harga pasar saham. Artinya, jika dividen yang dibagikan perusahaan semakin besar, harga pasar saham perusahaan tersebut akan semakin tinggi dan sebaliknya. Hal ini terjadi karena pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor.

Investor memberikan nilai lebih tinggi atas *dividend yield* dibandingkan dengan *capital gain* yang diharapkan dari pertumbuhan harga saham apabila perusahaan menahan laba untuk dipakai membelanjai investasi, karena komponen *dividend yield* risikonya lebih kecil dibandingkan dengan komponen pertumbuhan pada persamaan pendapatan yang diharapkan.

3. Teori *Tax Preference*

Berdasarkan teori *tax preference*, kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap harga pasar saham perusahaan. Artinya, semakin besar jumlah dividen yang dibagikan oleh suatu perusahaan, semakin rendah harga pasar saham perusahaan yang bersangkutan. Hal ini terjadi jika ada perbedaan antara tarif pajak personal atas pendapatan dividen dan *capital gain*. Apabila tarif pajak dividen lebih tinggi daripada pajak *capital gain*, maka investor akan lebih senang jika laba yang diperoleh perusahaan tetap ditahan diperusahaan, untuk

membelanjai investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Dengan demikian di masa yang akan datang diharapkan terjadi peningkatan *capital gain* yang tarif pajaknya lebih rendah. Apabila banyak investor yang memiliki pandangan demikian, maka investor cenderung memilih saham-saham dengan dividen kecil dengan tujuan menghindari pajak.

2.4.3. Mekanisme Pembayaran Dividen

Mekanisme pembayaran dividen kas dapat diilustrasikan dalam gambar dan keterangan berikut ini (Ambarwati, 2010 : 66):

1. *Declaration Date* adalah hari di mana dewan direksi perusahaan mengumumkan pembayaran dividen. Misalnya, tanggal 15 Januari dewan direksi mengumumkan pembayaran dividen sebesar \$1 per lembar pada tanggal 16 Februari dan dicatat pada tanggal 30 Januari.
2. *Ex-Dividend Date* adalah dua hari sebelum tanggal pencatatan, dan ditetapkan siapa saja yang mendapatkan pembayaran dividen. Misalnya, dengan contoh nomer 1 berarti *ex-dividen* adalah tanggal 28 Januari, sebelum tanggal ini, saham yang dijual masih memiliki dividen (*cum-dividend*) tetapi setelah tanggal ini saham dijual tanpa dividen (*ex-dividend*). Jika kita membeli saham sebelum tanggal 28 Januari maka kita didaftar sebagai penerima dividen. Jika kita beli pada tanggal 28 dan sesudahnya maka pemilik saham lama yang mendapatkan dividen.
3. *Date record* adalah tanggal pencatatan di mana seluruh pemegang saham harus tercatat untuk menentukan daftar penerima dividen. Misal tanggal 30 Januari adalah hari pencatatan pemegang saham.

4. *Date of payment* adalah tanggal di mana cek telah dikirimkan kepada pemegang saham. Misal tanggal 16 Februari.

2.5. Penelitian Terdahulu

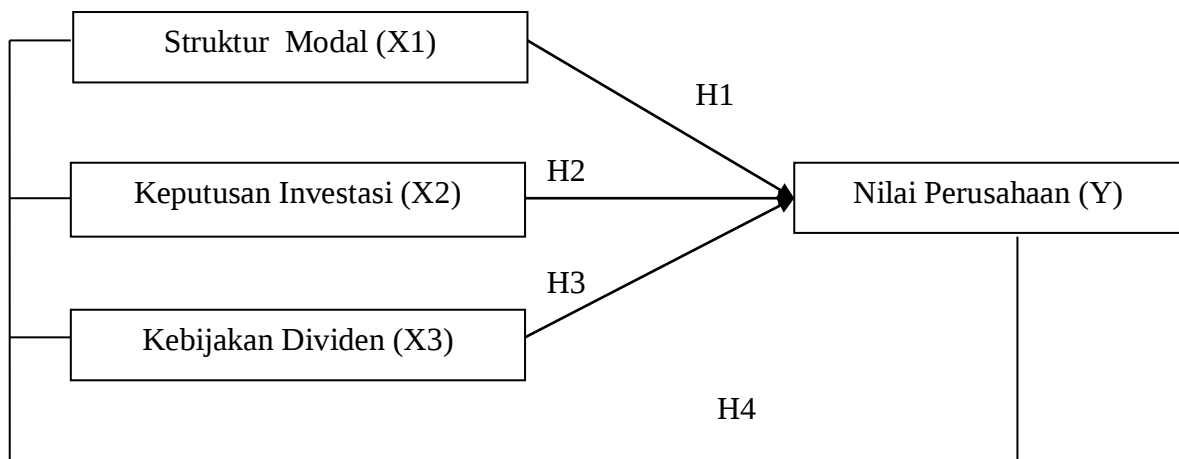
Berikut merupakan hasil penelitian terdahulu :

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Nama, Tahun	Judul	Hasil Penelitian
1.	Ni Kadek Rai Prastuti dan I gede Mertha Sudiarta, Tahun : 2016	Pengaruh Struktur Modal , Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Prastuti & Sudiarta, 2016)	Struktur modal dan Kebijakan dividen berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan Ukuran Perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
2.	Galuh Arindita dan R.Djiko Sampurno, Tahun : 2015	Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Dan Size Terhadap Nilai Perusahaan (Arindita & Sampurno, 2015)	Struktur modal dan Kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
3.	Putry Meilinda Rahayu Widodo dan Kurnia, Tahun : 2016	Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan (Widodo & Kurnia, 2016)	Keputusan Investasi dan Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan Keputusan Pendanaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
4.	Ni Luh Putu Rassri Gayatri dan I ketut Mustanda, Tahun : 2014	Pengaruh Struktur Modal , Kebijakan Dividen, dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan (Grayatri & Mustanda, 2014)	Struktur modal dan Kebijakan dividen berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan Keputusan Investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.6. Kerangka Pemikiran

Struktur modal sangat penting bagi perusahaan karena akan berhubungan dan berpengaruh terhadap besarnya risiko yang ditanggung oleh pemegang saham dan besarnya tingkat pengembalian atau tingkat keuntungan yang diharapkan (Arindita & Sampurno, 2015). Teori yang mendasari keputusan investasi adalah signalling theory. Teori tersebut menyatakan bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang sehingga akan meningkatkan harga saham yang merupakan salah satu indikator nilai perusahaan. (Clementin & Priyadi, 2016). Sebagian perusahaan yang berkomitmen untuk membagikan dividen kepada pemegang saham akan percaya bahwa kebijakan dividen dapat dilakukan mempengaruhi nilai harga saham perusahaan (Rizqia, Aisjah, & Sumiati, 2013).



Gambar 1.1 Kerangka Pemikiran

2.6.1. Hubungan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan struktur modal sangat penting diperhatikan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran pemiliknya. Pentingnya struktur modal untuk perusahaan dikarenakan memiliki dampak terhadap posisi keuangan perusahaan sehingga pihak manajemen keuangan perusahaan harus mengetahui faktor-faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal agar dapat mengoptimalkan kemakmuran pemegang saham perusahaan (Yuliati, 2011).

Teori *trade off* menyebutkan bahwa apabila terjadi penambahan hutang, akan menyebabkan meningkatnya nilai perusahaan (Nemati and Jorjah, 2012). Sehingga hal yang dapat dilakukan oleh manajer keuangan adalah hati – hati dalam menetapkan struktur modal perusahaan dengan tujuan akan dapat mengoptimalkan nilai perusahaan.

2.6.2. Hubungan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

Dimana dalam melakukan suatu investasi perusahaan akan mempertimbangkan prospek dari investasi tersebut yang akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini jika dikaji menurut teori sinyal (*signaling theory*), dimana pengeluaran modal perusahaan tampak sangat penting dalam upaya mengoptimalkan nilai perusahaan. Karena jenis investasi tersebut memberi sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan dimasa mendatang mampu meningkatkan harga saham yang digunakan sebagai indikator nilai perusahaan.

keputusan dalam berinvestasi erat kaitannya bagi perusahaan dalam mengoptimalkan nilai perusahaan dimana adanya aktivitas modal yang keluar akan

sangat mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan yang berdampak pada pertumbuhan perusahaan di masa mendatang.

2.6.3. Hubungan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dapat tercermin dari kemampuan perusahaan tersebut untuk membayarkan dividen. Pembayaran dividen yang tinggi merupakan sinyal bagi investor, tingginya nilai perusahaan dipengaruhi oleh tingginya pembayaran dividen, ketika pembayaran dividen yang dilakukan tinggi sehingga harga saham akan tinggi dan berdampak terhadap meningkatnya nilai perusahaan.

Prospek perusahaan yang bagus dipengaruhi oleh pembayaran dividen yang meningkat, dengan prospek perusahaan yang bagus akan direspon oleh investor dengan membeli saham sehingga nilai perusahaan meningkat.

2.6.4. Hubungan Struktur Modal, Keputusan Investasi dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan mencerminkan nilai saat ini dari pendapatan yang diinginkan dimasa mendatang dan indikator bagi pasar dalam menilai perusahaan secara keseluruhan. Nilai pasar dari suatu ekuitas perusahaan ditambah nilai pasar hutang merupakan nilai perusahaan dimana adanya penambahan hutang dari jumlah ekuitas maka dapat mencerminkan nilai perusahaan.

Kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen dapat mencerminkan nilai perusahaan. Jika pembayaran dividen tinggi, maka harga saham juga tinggi yang berdampak pada tingginya nilai perusahaan begitu juga sebaliknya. Melakukan kegiatan investasi merupakan keputusan tersulit bagi manajemen perusahaan karena akan mempengaruhi nilai perusahaan. Melakukan

kegiatan investasi merupakan keputusan tersulit bagi manajemen perusahaan karena akan mempengaruhi nilai perusahaan

2.7. Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan beberapa uraian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

- H1 : Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H2 : Keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H3 : Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H4 : Struktur modal, keputusan Investasi dan kebijakan dividen secara silmultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.