

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. *Signalling Theory*

Signalling theory merupakan sinyal yang diberikan oleh pihak internal kepada pemegang saham sebagai pihak eksternal berupa informasi yang lengkap mengenai kondisi perusahaan, sehingga pihak internal harus memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak eksternal. Menurut Spence (1973) dapat terjadi asimetri informasi antara kedua pihak jika salah satu pihak tidak memberikan informasi yang tidak relevan karena pihak internal perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak dari pihak eksternal. Ketika perusahaan dalam kondisi baik, manajemen sebagai pihak internal perusahaan akan menyampaikan informasi tersebut kepada pihak eksternal dengan harapan akan meningkatkan harga saham perusahaan. Namun sebaliknya jika perusahaan dalam kondisi yang tidak baik manajemen dapat memberikan informasi yang kurang lengkap mengenai kondisi perusahaan.

Kurangnya informasi bagi pihak eksternal dapat menyebabkan pihak eksternal memberikan harga yang rendah bagi perusahaan sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan. Salah satu cara mengurangi asimetri

informasi ini adalah dengan perusahaan memberikan sinyal berupa informasi yang dapat dipercaya sehingga dapat memastikan prospek perusahaan di masa depan.

Dengan demikian, *signalling theory* mendukung tingginya nilai perusahaan karena dengan memberikan sinyal kepada investor berupa informasi yang dapat dipercaya maka dapat menarik perhatian para investor. Investor dapat menilai perusahaan dari informasi laporan keuangan dan aktivitas yang dilakukan perusahaan.

Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006), pembagian dividen merupakan sinyal positif dari prospek perusahaan karena tingginya dividen yang dibagikan kepada investor dapat memberikan sinyal positif mengenai kinerja perusahaan sehingga dapat menarik perhatian investor. Peningkatan dalam pembayaran dividen memberikan sinyal perubahan bagi perusahaan yang menguntungkan sedangkan penurunan dalam pembayaran dividen menunjukkan pandangan pesimis prospek perusahaan dimasa yang akan datang.

Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006) perusahaan yang mengeluarkan dananya untuk berinvestasi merupakan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Pengeluaran perusahaan untuk investasi akan meningkatkan keuntungan bagi perusahaan sehingga harga saham juga akan meningkat yang akan diikuti oleh tingginya nilai perusahaan karena harga saham sebagai indikator dari nilai perusahaan.

2. *Agency Theory*

Pada teori agensi para pemegang saham (*stakeholders*) merupakan pihak prinsipal sedangkan manajemen merupakan pihak agen (Borolla, 2011). Jensen dan Meckling (1976) dalam Kusumaningrum (2013) teori agensi menggambarkan hubungan keagenan pihak agen dengan prinsipal. Manajemen sebagai agen adalah pihak yang diberi kepercayaan oleh pemegang saham sebagai prinsipal untuk mengelola aset atau kekayaan yang dimiliki oleh prinsipal dan mengambil setiap keputusan berdasarkan kepentingan pemegang saham. Manajemen yang diberikan wewenang oleh pemegang saham untuk mengelola usahannya harus menyampaikan laporan keuangan kepada pemegang saham karena manajemen memiliki lebih banyak informasi mengenai perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham. Sebagai prinsipal, pemegang saham memiliki informasi yang lebih sedikit terkait kondisi perusahaan dibandingkan manajemen. Sering kali manajemen tidak menyampaikan kondisi perusahaan yang sebenarnya untuk kepentingan pribadi sehingga informasi tersebut dapat menyesatkan pihak-pihak yang berkepentingan.

Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi kemungkinan terjadi perbedaan kepentingan antara agen dan prinsipal akan tinggi. Hal ini dapat terjadi karena kekhawatiran dari pemegang saham bahwa pihak manajemen menggunakan *free cash flow* untuk kepentingan pribadi dengan berinvestasi yang kurang menguntungkan. Para pemegang saham

mengharapkan perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham untuk meningkatkan kesejahteraannya. Namun jika *free cash flow* perusahaan hanya dibagikan sebagai dividen, maka kemampuan manajemen untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan akan terbatas karena dananya akan berkurang.

Dalam keputusan kebijakan dividen juga dapat terjadi perbedaan kepentingan antara agen dan prinsipal karena pihak manajemen akan memilih untuk mengembangkan usahanya dengan laba yang diperoleh. Sedangkan pemegang saham menginginkan pembagian dividen atas laba yang diperoleh perusahaan.

3. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan kondisi positif yang dicapai oleh perusahaan setelah melakukan kegiatan mulai didirikan sampai sekarang. Nilai perusahaan merupakan prestasi bagi pemilik perusahaan tersebut, nilai perusahaan yang tinggi akan meningkatkan kemamkmuran pemiliknya. Menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007) nilai perusahaan merupakan presepsi investor terhadap perusahaan terhadap keberhasilan yang dicapai oleh perusahaan yang dikaitkan dengan harga saham.

Kinerja perusahaan sangat penting dalam meningkatkan nilai perusahaan. Kinerja yang baik dapat mempengaruhi kepercayaan investor dan calon investor dalam prospek perusahaan dimasa depan. Nilai perusahaan dapat diukur dengan harga pasar saham karena dapat

mencerminkan penilaian investor terhadap ekuitas yang dimiliki perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Nilai perusahaan pada penelitian ini akan diproksikan dengan rasio Tobin's q. Pemilihan rasio ini karena informasi yang diberikan sangat baik, pada Tobin's q semua unsur-unsur utang dan modal saham perusahaan dimasukkan. Berdasarkan pemikiran Tobin, bahwa insentif untuk membuat modal investasi baru adalah tinggi ketika surat berharga (saham) memberikan keuntungan di masa depan dapat dijual dengan harga yang lebih tinggi dari biaya investasinya (Fiakas, 2005 dalam Sudyanto dan Puspita, 2010).

4. Kebijakan Dividen

Dividen merupakan pembayaran yang dilakukan perusahaan kepada pemegang saham atas investasi dalam perusahaan yang telah menjadi hak pemegang saham. Dividen dibagikan berdasarkan keputusan dalam RSUP (Rapat Umum Pemegang Saham). Dividen yang dibagikan sesuai dengan proporsi dan jenis modal tertentu yang dimiliki oleh pemegang saham.

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang diambil perusahaan atas laba yang diperoleh dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham atau ditahan sebagai laba ditahan untuk digunakan dalam bentuk investasi. Pembagian dividen ini dapat mengurangi laba ditahan. Beberapa teori yang menjelaskan tentang kebijakan dividen yaitu :

1) *Irrelevant dividen theory*

Dalam *irrelevant dividen theory* jumlah pembagian dividen yang dilakukan perusahaan tidak mempengaruhi harga saham dan nilai perusahaan. Dalam teori ini nilai perusahaan dipengaruhi oleh cara perusahaan mengelola aset agar menghasilkan laba yang diinginkan sehingga investor tidak mengharapkan dividen kas melainkan mengharapkan pertumbuhan perusahaan.

2) *Bird in the hand theory*

Menurut Hanafi (2004) pemegang saham akan lebih menyukai pembagian dividen karena pembayaran dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang berarti mengurangi resiko yang selanjutnya dapat mengurangi tingkat keuntungan yang di dapat pemegang saham. Investor mengharapkan dividen kas karena menghindari resiko perusahaan yang sudah tidak bisa ekspansi. Apabila perusahaan membayarkan dividen yang tinggi maka nilai perusahaan akan semakin tinggi dan harga sama akan semakin naik.

3) *Clientele effect*

Pada perusahaan *go public* sahamnya diperjualbelikan secara umum sehingga sahamnya akan banyak dimiliki oleh orang atau kelompok. Menurut *clientele effect theory* ada beberapa kelompok yang memiliki pandangan dan tujuan dalam menyikapi kebijakan dividen. Terdapat kelompok yang membutuhkan dana sehingga

mereka menginginkan pembagian dividen yang tinggi. Terdapat juga kelompok yang tidak menginginkan pembagian dividen karena mereka menginginkan perluasan usaha. Ada juga kelompok yang menginginkan *capital gain* karena mempertimbangkan aspek perpajakan.

5. Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan keputusan perusahaan yang berkaitan dengan pengalokasian dana dari dalam maupun luar perusahaan dalam bentuk investasi. Keputusan investasi ini merupakan harapan keuntungan tinggi yang akan diperoleh perusahaan di masa yang akan datang. Fama (1978) dalam Hasnawati (2005) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat ini dapat diartikan bahwa untuk meningkatkan nilai perusahaan diperlukannya keputusan investasi yang tepat. Keputusan investasi yang tepat akan menghasilkan kinerja yang optimal sehingga dapat meningkatkan harga saham serta nilai perusahaan.

6. *Free Cash Flow*

Free cash flow (aliran kas bebas) merupakan kas yang tersisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif dilakukan (Jensen, 1986). Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi dianggap memiliki kinerja yang lebih baik karena perusahaan tersebut memiliki keuntungan yang lebih tinggi dari berbagai kegiatan yang

dilakukan perusahaan dibandingkan dengan perusahaan lainnya yang memiliki *free cash flow* yang rendah maupun *free cash flow* yang negatif. Perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi akan lebih dapat bertahan dalam situasi yang buruk. Sedangkan aliran kas bebas negatif perusahaan tersebut memiliki sumber dana internal yang tidak mencukupi untuk kegiatan perusahaan sehingga memerlukan dana dari luar, dapat berupa hutang ataupun penerbitan saham baru (Rosdini, 2009).

Arus kas bebas (*free cash flow*) adalah ketersediaan dana yang melebihi kebutuhan untuk pendanaan investasi yang menguntungkan (Jansen, 1986). Dengan kata lain arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor sebagai dividen setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

Free cash flow dapat digunakan oleh perusahaan untuk kegiatan investasi agar dapat meningkatkan keuntungan bagi perusahaan. Namun perusahaan dapat membagikan *free cash flow* dalam bentuk dividen, hal ini dilakukan untuk mengurangi kemungkinan dana tersebut digunakan dalam proyek yang tidak menguntungkan. *Free cash flow* yang tinggi dapat mencerminkan kemampuan perusahaan dimasa yang akan datang.

B. Penelitian Terdahulu dan Penurunan Hipotesis

Berdasarkan landasan teoritis dan hasil penelitian yang relevan, maka hubungan antar variabel serta penurunan hipotesis dalam penelitian ini adalah:

1. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen merupakan keputusan mengenai besarnya laba yang diperoleh perusahaan untuk dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen yang menjadi hak bagi pemegang saham yang telah menanamkan sahamnya kepada perusahaan. Perusahaan dapat membagikan laba bersih yang dimilikinya kepada pemegang saham sebagai dividen. Berdasarkan *signalling theory*, pembagian dividen merupakan sinyal bagi penilaian yang dilakukan oleh pemegang saham bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik dan akan semakin berkembang dimasa mendatang dengan membagikan dividen yang tinggi. Sehingga semakin tinggi dividen yang dibayarkan maka dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan.

Pada penelitian Hasnawati (2005) kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang sama juga dilakukan oleh Wijaya dan Wibawa (2010) dan Mursalim (2011) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Fajarian (2015) dan Clementin (2016) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dalam

penelitian tersebut beranggapan bahwa tingginya dividen yang dibagikan akan meningkatnya nilai perusahaan.

Kebijakan dividen memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka investor akan menganggap bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik sehingga akan banyak investor yang tertarik untuk menanamkan sahamnya pada perusahaan tersebut yang berdampak pada harga saham yang tinggi. Hal ini akan meningkatkan nilai perusahaan.

H₁: Kebijakan Dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2. Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan investasi merupakan keputusan yang sangat penting untuk meningkatkan nilai perusahaan. Pengalokasian aktiva yang dimiliki perusahaan untuk pilihan investasi yang menguntungkan dimasa mendatang akan memperbesar keuntungan perusahaan dan memakmurkan para pemegang saham. Berdasarkan *signalling theory*, perusahaan yang melakukan kegiatan investasi memberikan sinyal positif terhadap perusahaan dimasa depan yang dapat meningkatkan harga saham sebagai indikator dari nilai perusahaan Wahyudi dan Pawestri (2006).

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Pamungkas dan Puspaningsih (2013) menyatakan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian lain yang

dilakukan oleh Wahyuni, dkk (2013) dan Clementin (2016), menyatakan bahwa keputusan investasi juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian Hasnawati (2005) menemukan bahwa investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian yang sama dapat diketahui pada penelitian Fajarian (2015) dan Rakhimsyah dan Gunawan (2011) yang membuktikan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Keputusan investasi memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Apabila suatu perusahaan melakukan keputusan investasi untuk berinvestasi yang dinilai menghasilkan keuntungan yang tinggi, maka dapat meningkatkan laba perusahaan sehingga akan membuat investor tertarik menanamkan sahamnya. Semakin tinggi permintaan saham dari nilai yang tercatat pada neraca perusahaan akan berdampak pada nilai saham yang tinggi dan nilai perusahaan juga akan meningkat.

H₂: Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3. *Free Cash Flow* sebagai Variabel Moderasi antara Hubungan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan

Dalam teori sinyal, perusahaan harus memberikan sinyal kepada pihak luar perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu sinyal yang dapat diberikan oleh perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah informasi pembagian dividen. Perusahaan yang

membagikan dividen akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan. Investor akan memberikan tekanan kepada perusahaan untuk membagikan dividen. Untuk tetap mempertahankan kepercayaan investor terhadap perusahaan, membagikan dividen menggunakan *free cash flow* perusahaan akan lebih baik dari pada menggunakan hutang yang dapat mengurangi kepercayaan investor terhadap perusahaan. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada investor dengan menggunakan dana milik perusahaan maka kepercayaan investor kepada perusahaan juga semakin tinggi. Meningkatnya jumlah investor dalam permintaan atau pembelian saham, akan meningkatkan pula harga saham perusahaan. Meningkatnya harga saham tersebut secara tidak langsung juga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pembagian dividen kepada pemegang saham dapat dibagikan berupa dividen tunai yang ditentukan berdasarkan ketersediaan kas berupa *free cash flow* perusahaan (Sutrisno dalam Rosdini, 2009). Jensen (1986) menyatakan *free cash flow* yang dimiliki perusahaan akan lebih baik jika dibagikan sebagai dividen atau untuk melunasi hutang yang tujuannya agar terhindar dari investasi yang kurang menguntungkan. Tingginya *free cash flow* dapat memberikan tekanan pemegang saham kepada manajer untuk membagikan *free cash flow* tersebut sebagai dividen.

Free cash flow dapat memperkuat hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan karena dengan *free cash flow* yang

dimiliki perusahaan dapat mengurangi hutang yang digunakan untuk membagikan dividen kepada pemegang saham yang nantinya dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan pembagian dividen yang tinggi kepada investor dapat meningkatkan harga saham yang akan berdampak pada tingginya nilai perusahaan karena harga saham merupakan cerminan dari nilai perusahaan.

H₃: *Free cash flow* mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

4. *Free Cash Flow* sebagai Variabel Moderasi antara Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

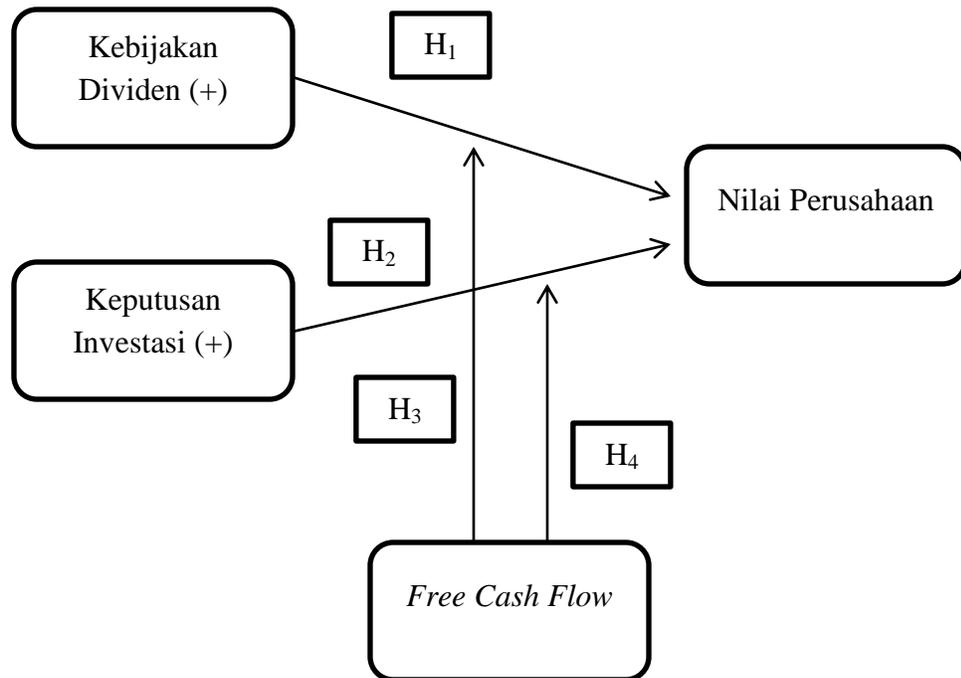
Perusahaan yang memiliki *free cash flow* positif memiliki kesempatan untuk mengembangkan usahanya. *Free cash flow* yang dimiliki perusahaan dapat digunakan untuk berinvestasi. Adanya peluang investasi akan memberikan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang sehingga dapat menaikkan harga saham, ketika harga saham naik maka nilai perusahaan juga akan meningkat. Investasi yang tinggi dengan dibiayai oleh hutang akan mengakibatkan risiko yang tinggi sehingga mengurangi kepercayaan investor dan dapat menurunkan harga pasar saham yang mengakibatkan nilai perusahaan menurun. Perusahaan dapat meningkatkan peluang investasi dengan menggunakan ketersediaan *free cash flow* untuk

berinvestasi sehingga akan meningkatkan investasi yang dilakukan perusahaan.

Berdasarkan penelitian Richardson (2006) perusahaan yang memiliki *free cash flow* positif terbukti melakukan *overinvestment*, yaitu investasi secara berlebihan. *Free cash flow* dapat memperkuat hubungan antara keputusan investasi terhadap nilai perusahaan karena *free cash flow* yang digunakan perusahaan untuk berinvestasi dapat meningkatkan kesempatan investasi yang lebih besar serta memilih keputusan investasi yang tepat dan kegiatan investasi yang menguntungkan dapat meningkatkan keuntungan perusahaan sehingga dapat memberikan sinyal positif bagi pertumbuhan perusahaan yang akan meningkatkan harga saham serta meningkatkan nilai perusahaan.

H₄: *Free cash flow* mampu memoderasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

C. Model Penelitian



Gambar 2.1 Model Penelitian