

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1. Nilai Perusahaan

Tujuan umum perusahaan dapat bersifat ekonomis dan nonekonomis (Hanafi & Halim, 2009: 11). Tujuan ekonomis adalah memperoleh keuntungan, untuk mencapai keuntungan tersebut maka harus menggunakan strategi yang berbeda-beda disesuaikan dengan fungsi-fungsi perusahaan baik pada fungsi produksi, pemasaran, keuangan dan sumberdaya manusia. Tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (*maximization wealth of stockholders*) melalui maksimisasi nilai perusahaan dimana nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Brealey & Myers, 1988: 3-4); Weston & Copeland (1995: 10-11); Damodaran (1997: 5); Ross *et al.* (2005: 14).

Nilai perusahaan adalah *present value* dari *cash flow* yang diharapkan dan *discount rate* pengembalian yang mencerminkan baik risiko perusahaan dan *financing mix* yang digunakan. Tujuan normatif perusahaan adalah maksimum nilai perusahaan telah dikemukakan Ross *et al.* (2005: 14): “*The goal of financial management is to maximize the shareholder’s wealth by taking action that increase the current value per share of exiting stock of the firm*” yang dapat diartikan bahwa tujuan manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dengan mengambil tindakan pada peningkatan nilai per lembar saham sekarang dari saham yang ada. Gitman (2003: 15): “*The goal of the firm, and therefore of all managers and employees, is to maximize the wealth of the owners for whom it is being operated*”. Tujuan memaksimalkan nilai perusahaan tersebut berhubungan dengan keputusan keuangan, sehingga setiap keputusan sudah selayaknya ditunjukkan tindakan yang dapat meningkatkan harga saham perusahaan.

Damodaran (2006: 6) juga menjelaskan bahwa fungsi tujuan dalam keuangan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan, yang dikaitkan dengan tiga keputusan keuangan perusahaan yaitu investasi, pendanaan dan keputusan dividen. Hubungan antara keputusan-keputusan tersebut dan nilai perusahaan adalah: “*the value of a firm is the present value of its expected cash*

flows, discounted back at a rate that reflects both the riskiness of the projects of the firm and the financing mix used to finance them". Dalam pengertian Damodaran bahwa nilai perusahaan dalam tercermin pada nilai sekarang dari aliran kas yang diharapkan, tingkat pengembalian yang merefleksikan risiko suatu proyek perusahaan dan bauran pendanaan yang digunakan untuk membiayai kegiatan tersebut.

Sebelumnya Brigham & Houston (2001) telah menyatakan bahwa tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham dan tujuan utama dari keputusan manajemen adalah mempertimbangkan risiko dan penentuan waktu yang berkaitan dengan memperkirakan laba per saham untuk memaksimalkan harga saham.

Sujono (2010) juga menguraikan bahwa mengapa perusahaan ada? Pandangan Sujono berdasarkan teori perusahaan bahwa perusahaan harus mampu meningkatkan efisiensi penggunaan dan alokasi sumberdaya secara lebih baik dibandingkan jika diserahkan sepenuhnya kepada mekanisme pasar. Jadi perusahaan ada karena pasar dan pelaku ekonomi membutuhkan. Selain itu, perusahaan ada karena masyarakat, dan pelaku ekonomi termasuk pemerintah mendapatkan manfaat.

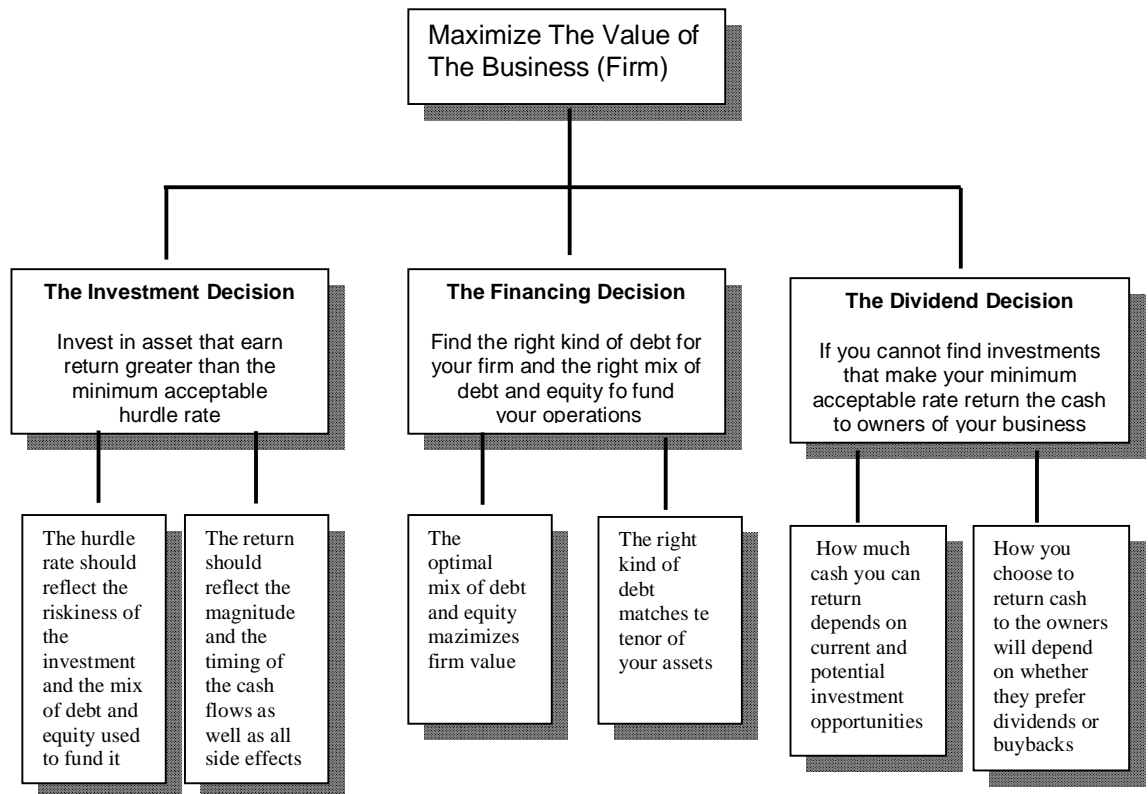
Setelah perusahaan ada, pertanyaan selanjutnya adalah kepentingan siapa perusahaan dijalankan? Sebagian besar ekonom akan menjawab secara sederhana bahwa manajer harus memiliki kriteria untuk mengevaluasi kinerja dan memutuskan alternatif tindakan yang diperlukan. Kriteria seharusnya yang digunakan adalah memaksimalkan *market value* jangka panjang perusahaan (*firm value*, dalam hal ini tidak hanya ekuitas, tetapi juga jumlah semua nilai klaim finansial terhadap perusahaan- hutang dan saham preferen).

Penantang utama maksimalisasi nilai sebagai tujuan perusahaan disebut "*stakeholder theory*". Teori *stakeholder* menyatakan bahwa para manajer seharusnya memperhatikan kepentingan semua *stakeholder* perusahaan dalam membuat keputusan. *Stakeholder* perusahaan mencakup semua individu atau kelompok-kelompok yang memengaruhi atau dipengaruhi oleh kemakmuran perusahaan. Kategori yang memenuhi kriteria tersebut adalah tidak hanya *claimholders* finansial saja, tetapi juga karyawan, pelanggan, masyarakat dan pemerintah. Teori *stakeholder* berakar dalam sosiologi, perilaku keorganisasian

dan politik kepentingan diri manajerial. Hal itu berbeda dengan landasan maksimalisasi nilai yang berakar pada ilmu ekonomi.

Dalam usaha menyelaraskan dua teori tersebut Jensen (1986) menyatakan bahwa manajer tidak mungkin dapat mencapai nilai perusahaan yang maksimum jangka panjang tanpa dukungan *stakeholder*. Untuk mencapai nilai perusahaan yang maksimum dalam jangka panjang maka perusahaan harus menetapkan tujuannya sebagai usaha pencarian nilai maksimum perusahaan yang disebut sebagai *enlightened stakeholder theory*.

Nilai total perusahaan merupakan jumlah dari kedua komponen nilai yaitu nilai pasar saham ditambah dengan pasar hutang (Safieddine & Titman, 1999). Nilai pasar saham dapat dipandang dari berbagai segi permintaan, penawaran, dan faktor-faktor eksternal seperti efisiensi pasar, tingkat bunga, tingkat inflasi, maupun nilai kurs. Ukuran kekayaan pemegang saham memfokuskan pada kinerja saham perusahaan dan mencoba menentukan berapa kenaikan kekayaannya dari satu periode ke periode berikutnya berdasarkan dividen yang diterima (Bacidoere *et al.*, 1997). Konsep hubungan nilai perusahaan dengan keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen dikemukakan Damodaran (2006: 9):



Sumber: Damodaran (2006: 9)

Gambar 2.1. Konsep Hubungan Keputusan Manajemen Keuangan terhadap Nilai Perusahaan/Bisnis

2.2. Keputusan Keuangan Perspektif Manajemen Keuangan

2.2.1. Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan keputusan terhadap aktiva yang dikelola perusahaan. Keputusan investasi berpengaruh secara langsung terhadap besarnya rentabilitas investasi dan aliran kas perusahaan dimasa-masa yang akan datang. Menurut Damodaran (2006) telah mengemukakan bahwa prinsip investasi adalah berinvestasi pada asset dan proyek dimana tingkat keuntungan pengembalian lebih besar daripada tingkat bunga minimum yang diterima. Tingkat *hurdle rate* yang tinggi untuk proyek berisiko tinggi dan mencerminkan pendanaan campuran yang digunakan yaitu, ekuitas dan hutang. *Return* dari proyek diukur berdasarkan waktu dan *cash flow* yang dihasilkan dimana keduanya berdampak positif dan negatif terhadap proyek tersebut.

Tujuan keputusan investasi adalah memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. Keuntungan yang tinggi disertai dengan risiko yang bisa dikelola diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan, yang artinya menaikkan kemakmuran pemegang saham. Pengukuran keputusan

investasi dalam studi terdahulu seperti Smith & Watts (1992); Gaver & Gaver (1995); Kallapur & Trombley (1999) membuat empat klasifikasi yaitu:

1. Berbasis harga (*price based proxies*);

Proksi ini berdasarkan perbedaan antara *assets* dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, proksi ini sangat tergantung pada harga saham sebagai manifestasi dari nilai perusahaan. Perusahaan yang tumbuh akan memiliki harga saham relatif yang lebih tinggi dibandingkan dengan *asset* yang dimiliki. Proksi berbasis harga tercermin dari tingginya rasio yang berhubungan dengan harga saham dan *asset* yang dimiliki. Semakin tinggi harga saham berarti akan semakin tinggi dan akan semakin rendah *asset* yang dimiliki perusahaan. Proksi berbasis harga adalah: *Market value of equity plus book value of debt*, *Ratio of book to market value of asset*, *Ratio of book to market value of equity*, *Ratio of book value of property, plant, and equipment to firm value*, *Ratio of replacement value of assets to market value*, *Ratio of depreciation expense to value* dan *Earning Price ratio*

2. Berbasis investasi (*investment based proxies*)

Proksi ini berdasarkan pada tingkat aktivitas investasi terhadap hasil operasi perusahaan. Semakin tinggi tingkat aktivitas investasi mencerminkan semakin luasnya kesempatan investasi dan semakin meningkat hasil operasi perusahaan. Hasil operasi perusahaan tampak pada kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba usaha dalam suatu periode tertentu. Laba usaha yang tinggi mencerminkan kemampuan yang dihasilkan dengan sejumlah *assets* yang dimiliki. Proksi berbasis investasi terdiri dari: *Ratio R&D expense to firm value*, *Ratio of R&D expense to total assets*, *Ratio of R&D expense to sales*, *Ratio of capital addition to firm value*, dan *Ratio of capital addition to asset book value*

3. Berbasis varian (*variance measure*)

Proksi berbasis varian mendasarkan pada ide pilihan akan menjadi lebih bernilai sebagai variabilitas dari *return* dengan dasar pada peningkatan asset. Untuk proksi varians beberapa peneliti keuangan menggunakan *total return* atau ada juga yang mengukur dengan *market model beta*. Varian *total return* pada perhitungannya mendasarkan pada perkembangan harga saham yang dihitung berdasarkan tahun dasar.

4. Berbasis ukuran-ukuran gabungan (*composite measures*)

Proksi ini dilakukan sebagai upaya untuk meminimalkan *measurement error* yang ada pada proksi dengan rasio individual. Berbagai alternatif proksi gabungan dapat dilakukan dengan cara:

a. Analisis Sensitivitas

Analisis ini dilakukan dengan cara mensubstitusikan setiap proksi satu per satu ke dalam model untuk mendapatkan satu proksi terbaik.

b. *Common Factor Analysis* (CFA)

CFA digunakan untuk memperoleh *factor score* sebagai indeks umum untuk pengukuran keputusan investasi.

c. *Structural Equation Model* (SEM)

SEM dilakukan dengan mengkombinasikan proksi individual pada masing-masing klasifikasi karena besaran keputusan investasi tidak dapat diobservasi secara langsung (laten). Variabel-variabel terukur dari proksi ini digabung menjadi satu variabel laten menggunakan SEM dengan pendekatan CFA akan diperoleh proksi dominan yang menjadi manifestasi dari variabel laten keputusan investasi.

2.2.2. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan menggambarkan perusahaan dalam membuat keputusan pendanaan apakah menggunakan hutang jangka pendek, jangka panjang atau ekuitas. Pendanaan mencakup dana jangka pendek dan jangka panjang, dimana jangka pendek didefinisikan sebagai pendanaan yang kurang dari satu tahun atau kurang dari satu siklus bisnis, sedangkan jangka panjang lebih dari satu periode bisnis (Hanafi, 2005:4).

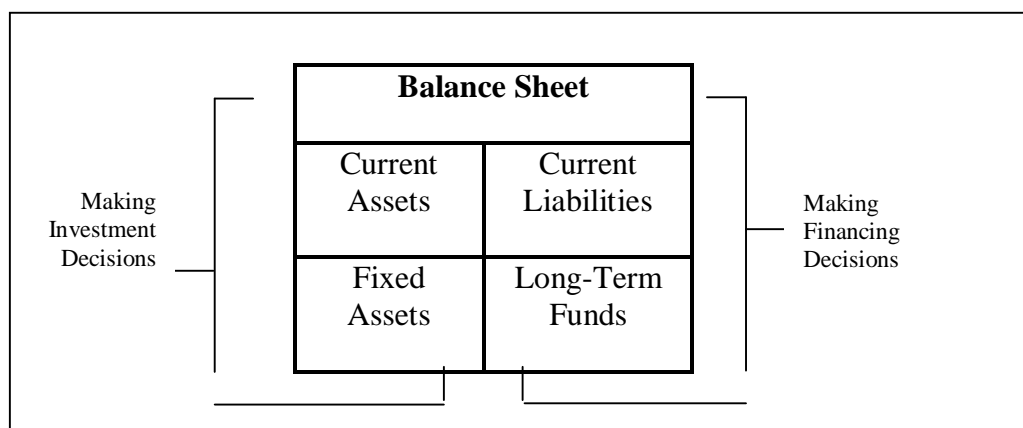
Gitman (2003:13) mengemukakan bahwa “..... *financing decision determine both the mix and the type of financing used by the firm.*” Sedangkan Gumanti (2007) menjelaskan bahwa “*financing mix is the way a company manages its right side components of the balance sheet. A company may have different composition of its financing and it depends on may aspects. One aspect that could affect a company’s decision of its financial structure is its life cycle*”. Penjelasan ini dimaknai bahwa bauran pendanaan tersebut merupakan bagaimana cara perusahaan dalam mengelola komponen *pasiva* di neraca. Sisi kanan neraca menggambarkan sumber dana yang dimiliki perusahaan atau disebut struktur

finansial. Ulasan tentang hubungan antara perimbangan (*trade-off*) utang–ekuitas (*debt-equity*) maka Gumanti menghubungkan dengan lima siklus hidup perusahaan (pendirian, ekspansi, tinggi, kedewasaan dan penurunan). Alasan yang dikemukakan bahwa setiap tahapan siklus kehidupan perusahaan maka pola pendanaan akan berbeda dan dapat diidentifikasi.

Sartono (2001: 225) menyatakan struktur modal adalah perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Sementara itu struktur keuangan adalah perimbangan antara total hutang dengan modal sendiri. Dengan kata lain, bahwa struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan. Weston & Copeland (1995) juga berpendapat bahwa:

“Financial structure refers to the way the firm’s assets are financed. Financial structure is represented by the entire right-hand side of the balance sheet. It includes short-term. Debt and long-term debt as well as shareholder’s equity. Capital structure or the capitalization of the form is the permanen financing represented by long-term debt, preferred stock, and shareholder’s equity. Thus, a firm’s capital structure is only part of financial structure.”

Definisi diatas tampak bahwa yang dimaksud dengan struktur keuangan adalah perpaduan dari seluruh item yang ada di sisi kanan neraca perusahaan yang mencerminkan pendanaan aktiva secara keseluruhan. Peran dari seorang manajer keuangan dalam keputusan keuangan terlihat pada gambar berikut:



Sumber: Gitman (2003:13)

Gambar 2.2. Peranan Manajer Keuangan dalam Keputusan Keuangan

Pada Gambar 2 terlihat bahwa tugas seorang manajer keuangan dalam membuat keputusan pendanaan dan keputusan investasi. Gambar diatas juga memperlihatkan struktur keuangan dan struktur kekayaan, dimana dalam hubungan kedua struktur tersebut dikenal adanya pedoman atau aturan struktur keuangan yang konservatif baik yang vertikal maupun horizontal (Riyanto, 1997:23).

2.2.3. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan untuk menambah modal perusahaan. Beberapa teori yang berkaitan dengan kebijakan dividen dijelaskan Hanafi (2005:362-364): *irrelevant theory* dan *relevant theory*.

Irrelevant theory menyatakan bahwa dividen tidak relevan dengan nilai perusahaan dikemukakan oleh Miller & Modigliani (1961) mengajukan bahwa argumen kebijakan dividen tidak relevan. *Relevant theory*, teori ini berdasarkan pada argumen bahwa kebijakan dividen relevan dengan nilai perusahaan dengan asumsi pasar tidak sempurna (*imperfect markets*). Berdasarkan argumen ini maka perusahaan perlu membayar dividen baik tinggi maupun rendah. Beberapa teori yang mendasari adalah *bird hand theory*, teori preferensi pajak, *signaling theory*, *clientele effect* dan *residual theory of dividend*.

Bird in hand theory dari Lintner (1962) menjelaskan bahwa investor menyukai dividen yang tinggi karena dividen yang diterima seperti burung di tangan yang risikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang dibagikan. Argumen pembayaran dividen yang tinggi akan mengurangi risiko ketidakpastian yang selanjutnya akan mengurangi tingkat keuntungan yang diisyaratkan pemegang saham. Karena faktor ketidakpastian itu berkurang maka investor mau membayar harga yang tinggi untuk saham dengan dividen yang tinggi.

Berdasarkan teori preferensi pajak maka investor mungkin lebih menyukai pembagian dividen yang lebih rendah daripada dividen yang tinggi, karena dalam beberapa situasi investor lebih memilih pembayaran dividen yang lebih tinggi karena membayar pajak lebih rendah. Selanjutnya dalam *signaling theory*

diuraikan oleh Brigham & Houston (2001) bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai syarat dari perkiraan manajemen atas laba. Sedangkan menurut Modigliani & Miller (1961) berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang lebih tinggi dari perkiraan merupakan isyarat bagi investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan peningkatan laba dimasa mendatang.

Teori dividen lainnya *clienteles effect* mensyaratkan bahwa kecenderungan suatu perusahaan untuk menarik sekelompok investor yang menyukai kebijakan dividennya. Hal ini diartikan bahwa kelompok yang berbeda dari pemegang saham menyukai kebijakan dividen yang berbeda. *Residual theory of dividend* menyatakan bahwa dividen sebaiknya dibayarkan setelah ada laba yang tersisa.

2.3. Konsep Risiko Bisnis

Risiko merupakan penyimpangan hasil yang diperoleh dari rencana hasil yang diharapkan. Risiko terjadi karena keadaan waktu yang akan datang penuh ketidakpastian. Menurut Brigham & Houston (2004) bahwa risiko dibedakan menjadi risiko bisnis (*business risk*) dan risiko keuangan (*financial risk*). Risiko bisnis menggambarkan tingkat risiko dari aktiva tetap jika tidak menggunakan hutang, sedangkan risiko keuangan menyangkut risiko tambahan bagi pemegang saham biasa akibat penambahan hutang. Risiko bisnis menciptakan ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi *Return On Asset* (ROA) mada depan. Sebelumnya konsep risiko telah dikembangkan oleh Markowitz pada Tahun 1955 bahwa menjelaskan risiko memperhatikan faktor pasar sehingga *return* yang diperoleh ditentukan oleh pasar.

Menurut Markowitz (1955) telah memperkenalkan model tersebut sebagai *two-parameter* model yang intinya mengatakan bahwa investor seharusnya fokus pada dua paramater yaitu *return* yang diharapkan dari suatu aset, dan risiko yang dilihat melalui standar deviasi *return* aset tersebut. Model Markowitz inilah yang dikembangkan dan dikenal saat ini adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Kemudian Gitman (2003) menjelaskan bahwa model ini digunakan untuk menghubungkan risiko yang relevan dengan return dari semua aset yang diperdagangkan di pasar modal yang efisien.

Sedangkan Brigham (2004) menjelaskan bahwa jika *leverage* operasi dihubungkan dengan risiko bisnis dan hal lain adalah tetap atau konstan, semakin

besar *leverage* operasi maka semakin besar risiko bisnis sebagaimana yang diukur oleh variabilitas dari *Earning Before Interest and Tax* (EBIT) dan *Return On Equity* (ROE). Sedangkan *leverage* keuangan mengajukan bahwa pada sekuritas berpenghasilan tetap yaitu hutang dan saham preferen. Sehingga penggunaan hutang dan saham preferen akan menimbulkan risiko keuangan.

Risiko perusahaan dan *return* yang diharapkan secara langsung memengaruhi harga saham (Gitman, 2003). Risiko dan *return* adalah dua kunci yang menentukan nilai perusahaan. Oleh karena itu, manajer keuangan bertanggung jawab untuk menilai risiko dan *return* dari semua keputusan utama secara hati-hati agar dapat meyakinkan bahwa *return* yang diharapkan sesuai dengan risiko tertentu.

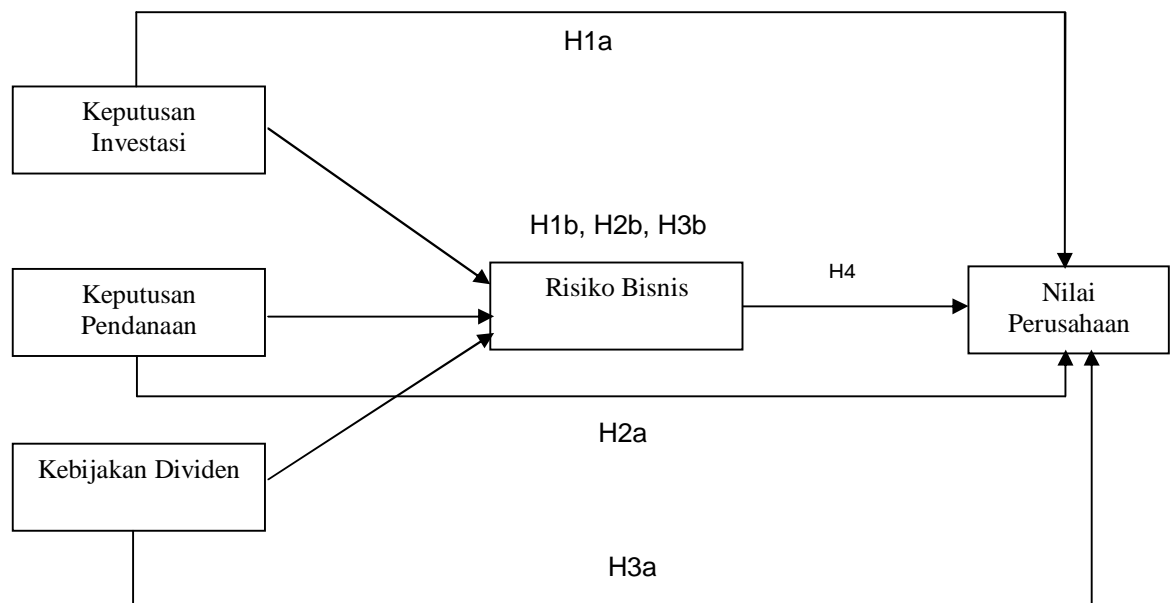
Penelitian Chandra (2005) tentang hubungan risiko dengan kinerja keuangan bahwa risiko berpengaruh terhadap kinerja keuangan, tetapi risiko keuangan berpengaruh negatif begitu juga risiko bisnis terhadap kinerja keuangan. Temuan Efni (2011) terhadap perusahaan sektor properti dan real estate bahwa risiko perusahaan berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan. Artinya semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan sektor properti dan real estate maka semakin menurunkan nilai perusahaan. Oleh sebab itu, menurut hasil penelitian Efni (2011) bahwa jika investor akan berinvestasi pada sektor properti dan real estate maka harus banyak mempertimbangkan risiko perusahaan terutama yang sebagai hasil keputusan pendanaan yang dilakukan perusahaan. Pengambilan keputusan pendanaan yang salah akan mengakibatkan perusahaan menanggung risiko yang besar dan akan berdampak pada nilai perusahaan.

2.4. Kerangka Konseptual Penelitian

Manajemen keuangan merupakan suatu ilmu tentang bagaimana suatu perusahaan agar tetap terus *survive* dalam menjalankan kegiatan usahanya dan tetap memikirkan kesejahteraan pemegang saham dan maksimum profit. Dalam kegiatannya maka tugas seorang manajer keuangan untuk membuat tiga keputusan dalam hal fungsinya sebagai pembuat keputusan keuangan dalam perusahaan. Ketiga keputusan yang dibuat adalah, 1) *Investment Decision*, dalam hal ini bagaimana membuat keputusan investasi dengan memperhatikan *rate of return* yang akan diperoleh. Maka disini manajer keuangan dituntut bisa memilih

investment opportunity yang menghasilkan *return* optimal. 2) *Financing Decision*, dalam hal ini bagaimana manajer keuangan memiliki kemampuan untuk mengelola dana dalam bentuk mencari dana dengan mempertimbangkan *cost of debt* yang akan ditanggung perusahaan. Jika salah dalam membuat keputusan ini maka dalam jangka panjang akan mengakibatkan *financial distress*. 3) *Dividend Policy*, keputusan ini akan menyangkut bagaimana manajer keuangan mampu mensejahterakan pemegang saham. Dalam kaitan kebijakan dividen manajer keuangan akan menentukan keputusan yang tepat karena menyangkut sumber dana ekstrnal yang digunakan perusahaan.

Keputusan-keputusan yang ada dalam sudut pandang manajemen keuangan menguraikan bahwa setiap manajer harus mampu membuat keputusan yang efektif dengan tujuan akhir jangka panjang adalah peningkatan nilai perusahaan. Oleh karena itu, setiap keputusan yang diambil akan memunculkan faktor ketidakpastian bagi perusahaan. Faktor risiko bisnis saat keputusan diambil merupakan suatu tindakan yang perlu mendapatkan perhatian. Risiko bisnis diartikan sebagai risiko yang timbul akibat operasional perusahaan, jika dikaitkan dengan nilai perusahaan maka semakin tinggi risiko perusahaan maka nilai dari perusahaan juga tinggi artinya perusahaan dapat bekerja secara efisien. Kerangka konseptual penelitian dan hipotesis ini tergambar pada Gambar 2.3:



Gambar 2.3. Model Hipotesis Penelitian

2.5. Hipotesis penelitian:

- H1a : Keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H1b : Risiko bisnis signifikan sebagai variabel mediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan
- H2a : Keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H2b : Risiko bisnis signifikan sebagai variabel mediasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan
- H3a : Keputusan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H3b : Risiko bisnis signifikan sebagai variabel mediasi pengaruh keputusan dividen terhadap nilai perusahaan
- H4 : Risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan