

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Manajemen Keuangan

2.1.1 Pengertian Manajemen Keuangan

Keuangan memiliki ruang lingkup yang luas dan dinamis. Keuangan dapat berpengaruh secara langsung terhadap kehidupan manusia dan organisasi. Untuk dapat memperoleh laba dalam melakukan suatu usaha diperlukan keuangan yang optimal untuk dapat berjalan dengan baik sehingga untuk dapat mengoptimalkan keuangan perusahaan maka diperlukan manajemen yang baik. Oleh karena itu, keuangan mempunyai hubungan yang erat terhadap ilmu manajerial.

Seiring dengan perkembangannya, manajemen keuangan tidak hanya mencatat, membuat laporan, mengendalikan posisi kas, membayar tagihan-tagihan, dan mencari dana. Akan tetapi, manajemen keuangan juga mengatur penginvestasian dana, mengatur kombinasi dana yang optimal, serta mengatur pendistribusian keuntungan (pembagian deviden).

Menurut **S. Munawir (2007:65)** analisis rasio keuangan adalah:

“Suatu metode analisis untuk mengetahui hubungan dari pos-pos tertentu dalam neraca atau laporan laba rugi secara individu atau kombinasi dari kedua laporan tersebut.”

Manajemen keuangan memiliki ruang lingkup yang luas dan dinamis. Keuangan dapat berpengaruh secara langsung terhadap kehidupan manusia dan organisasi. Untuk memperoleh laba dalam melakukan suatu usaha diperlukan keuangan yang optimal untuk dapat berjalan dengan baik sehingga untuk dapat mengoptimalkan keuangan perusahaan maka diperlukan manajemen yang baik. Oleh karena itu, keuangan mempunyai hubungan yang erat hubungan terhadap ilmu manajerial.

Berdasarkan pengertian-pengertian diatas maka dapat disimpulkan bahwa pengertian dari Manajemen Keuangan adalah usaha-usaha yang dilakukan oleh perusahaan untuk mendapatkan dana dan mengalokasikan dana tersebut secara efektif dan efisien dengan keuntungan yang optimal.

2.1.2 Fungsi Manajemen Keuangan

Fungsi utama dalam manajemen keuangan menurut **Irawati (2006 : 3)** terdiri dari tiga keputusan utama yang harus dilakukan oleh suatu perusahaan, yaitu :

1. Keputusan investasi

Keputusan investasi adalah keputusan yang diambil oleh manajer keuangan dalam *allocation of fund* atau pengalokasian dana kedalam bentuk investasi yang dapat menghasilkan laba di masa yang akan datang. Keputusan investasi ini akan tergambar dari aktiva perusahaan, dan mempengaruhi struktur kekayaan perusahaan yaitu perbandingan antara *current assets* dengan *fixed assets*.

2. Kebijakan dividen

Dividen bagian dari keuntungan suatu perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham. Keputusan dividen adalah keputusan manajemen keuangan dalam menentukan besarnya proporsi laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan proporsi yang akan di simpan perusahaan sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan dalam rangka meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

3. Struktur Modal

Struktur modal adalah perbandingan atau imbalan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Struktur modal merupakan struktur financial yang terdiri atas hutang dan modal sendiri.

2.1.3 Tujuan Manajemen Keuangan

Manajemen keuangan yang efisien membutuhkan tujuan dan sasaran yang digunakan sebagai standard dalam memberikan penilaian tingkat efisiensi untuk menentukan keputusan keuangan. Untuk dapat mengambil keputusan-keputusan keuangan yang benar, manajer keuangan perlu menentukan tujuan yang harus dicapai. Keputusan yang benar adalah keputusan yang akan membantu mencapai tujuan tersebut. Secara normatif, tujuan keputusan keuangan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan karena dapat meningkatkan kemakmuran para pemilik perusahaan (pemegang saham). Tujuan

manajemen keuangan menurut **Irawati (2006:4)** adalah untuk memaksimalkan profit atau keuntungan dan meminimalkan biaya (*expense atau cost*) guna mendapatkan suatu pengambilan keputusan yang maksimum, dalam menjalankan perusahaan kearah perkembangan dan perusahaan yang berjalan atau *survive dan expansion*.

Sedangkan menurut **Ross, Westerfield, Jordan (2006:11)** tujuan manajemen keuangan adalah sebagai berikut :

”The goal of financial management is to maximize the current value per share of the existing stock.”

Artinya bahwa tujuan manajemen keuangan yang dilakukan oleh manajer keuangan adalah merencanakan untuk memperoleh dan menggunakan dana untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

2.2 Laporan Keuangan

2.2.1 Pengertian Laporan Keuangan

Membahas manajemen keuangan tidak bisa lepas dari laporan keuangan. Laporan keuangan merupakan hasil akhir dari proses akuntansi yang meliputi dua laporan utama, yaitu : (1) neraca dan (2) laporan rugi-laba (3) laporan arus kas (4) laporan perubahan modal. Laporan keuangan disusun dengan tujuan untuk menyediakan informasi keuangan perusahaan kepada pihak-pihak yang berkepentingan sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan.

Pengertian laporan keuangan menurut **Sofyan Syafri Harahap (2005:107)** adalah sebagai berikut :

”Laporan keuangan menggambarkan kondisi keuangan dan hasil usaha suatu perusahaan pada saat tertentu atau jangka waktu tertentu.”

Sedangkan **Sutrisno (2007:9)** menyatakan bahwa :

”Laporan keuangan itu disusun untuk menyediakan informasi keuangan suatu perusahaan kepada pihak-pihak yang berkepentingan (manajemen, pemilik, kreditor, investor, pemerintah dan pihak-pihak lainnya).”

Dari kutipan di atas dapat disimpulkan bahwa laporan keuangan merupakan hasil akhir dari aktivitas suatu perusahaan yang dibuat oleh manajemen dan diproses melalui siklus akuntansi yang akan digunakan oleh pemilik perusahaan, calon investor, kreditor,

pemerintah dan pihak-pihak lainnya yang berkepentingan untuk melihat kinerja keuangan dan operasional perusahaan.

2.2.2 Jenis-jenis Laporan Keuangan

Laporan keuangan disajikan manajemen untuk semua pihak yang berkepentingan terhadap semua perusahaan. Informasi yang ada dalam laporan keuangan ini dapat langsung digunakan oleh pemakai, namun ada juga yang harus dianalisa lebih lanjut misalnya dengan menggunakan rasio-rasio keuangan.

Setiap pemakai mempunyai kebutuhan yang berbeda terhadap informasi keuangan. Berdasarkan kebutuhan tersebut, akan mencari informasi mana yang akan dibutuhkan untuk dianalisa lebih lanjut, sehingga laporan keuangan perlu diklasifikasikan dalam berbagai jenis laporan keuangan.

Jenis-jenis laporan keuangan menurut **Gitman (2006:46)** adalah :

“The four key financial statement required by the SEC for reporting to shareholder are (1) the income statement, (2) the balance sheet, (3) the statement of stockholders’ equity, and (4) the statement of cash flows.”

Dari kutipan diatas, dapat disimpulkan bahwa pada dasarnya ada tiga jenis laporan keuangan yang utama, yaitu *income statement* (laporan laba rugi), *balance sheet* (neraca), dan *statement of cash flow* (laporan arus kas). Sedangkan laporan lainnya yang juga tercantum dalam kutipan diatas merupakan bagian integral dari laporan keuangan yang merupakan daftar pendukung (*supporting statement*) dari laporan keuangan utama dan bukan laporan keuangan yang berdiri sendiri.

Jenis-jenis laporan keuangan tersebut adalah sebagai berikut :

a) Laporan laba rugi (*income statement*)

Income statement (laporan laba rugi) mencerminkan hasil-hasil yang dicapai selama suatu periode tertentu biasanya meliputi periode satu tahun. Dimana tertulis secara lengkap semua pendapatan dan beban yang harus dibayar.

Laporan laba rugi menurut **Van horne & John M. Wachowicz, JR (2006:153)** adalah sebagai berikut :

“Laporan laba rugi adalah ringkasan dari pendapatan dan biaya perusahaan selama periode waktu tertentu diakhiri dengan laba bersih atau rugi bersih untuk periode tersebut.”

Dengan demikian dari kutipan tersebut dapat disimpulkan bahwa laporan laba rugi menggambarkan jumlah pendapatan, biaya, dan laba atau rugi perusahaan pada suatu periode tertentu.

b) Neraca (*balance sheet*)

Neraca mencerminkan nilai aktiva, hutang dan modal sendiri pada suatu saat tertentu. Neraca digunakan untuk menggambarkan kondisi keuangan perusahaan. Menurut **Van horne & John M. Wachowicz, JR (2005:193)** mengatakan bahwa :

“Neraca adalah ringkasan posisi keuangan perusahaan pada tanggal tertentu yang menunjukkan total aktiva sama dengan total kewajiban ditambah ekuitas pemilik.”

Dari pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa neraca merupakan laporan pada saat tertentu mengenai sumber daya perusahaan (aktiva), hutang-hutang, dan ekuitas pemilik.

c) Laporan arus kas (*statement of cash flows*)

Jenis laporan keuangan utama yang terakhir adalah laporan arus kas. Laporan aliran kas meringkas aliran kas masuk dan keluar perusahaan untuk jangka waktu tertentu.

d) Laporan Perubahan Modal

Laporan perubahan modal atau *Statement Of Owners Capital* merupakan salah satu bentuk laporan keuangan yang memberikan informasi tentang penyebab bertambah atau berkurangnya modal selama dalam masa periode tertentu.

Di dalam laporan perubahan modal terdapat beberapa komponen diantaranya :

1. **Modal awal** : Keseluruhan dana yang di investasikan kedalam perusahaan yang digunakan untuk menunjang pengoperasian perusahaan pada saat awal perusahaan tersebut baru berdiri atau posisi modal awal perusahaan pada awal bulan pada tahun yang bersangkutan.
2. **Laba / rugi** : Selisih dari bersih antara total pendapatan dengan total biaya.

3. **Prive** : Penarikan sejumlah dana oleh pemilik perusahaan yang digunakan untuk keperluan di luar kegiatan / operasional perusahaan atau yang digunakan untuk keperluan pribadi.
4. **Modal akhir** : Keseluruhan dana yang merupakan hasil akhir dari penambahan modal awal ditambah dengan laba (jika mengalami keuntungan) atau pengurangan modal awal dikurangi rugi usaha (Jika mengalami kerugian) kemudian dikurangi dengan total prive dan hasil merupakan modal akhir.

2.3 Keputusan Investasi

2.3.1 Pengertian Investasi

Investasi adalah kegiatan penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva dimilikinya dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan dimasa yang akan datang. Beberapa pakar mengemukakan pendapatnya tentang investasi. Menurut **Tendi Haruman (2008:8)** bahwa :

“Investasi adalah pertumbuhan total asset perusahaan dari tahun ke tahun yang menunjukkan perkembangan investasi perusahaan.”

Kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan akan menentukan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan dan kinerja perusahaan dimasa yang akan datang. Apabila tingkat investasi di suatu perusahaan tinggi, maka akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut karena pertumbuhan investasi dapat dipresepsikan sebagai *good news* bagi investor. Selain itu, peningkatan investasi ini akan dianggap sebagai pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang dan penentu nilai perusahaan itu sendiri.

Dari pengertian-pengertian di atas, dapat dikatakan bahwa konsep keputusan investasi merupakan suatu konsep yang membicarakan tentang pengalokasian dana yang ada dan penentuan sumber-sumber dana di masa yang akan datang. Suatu perusahaan di dalam pengalokasian dananya dapat menggunakan investasi dalam bentuk aktiva riil yaitu dalam bentuk aktiva berwujud seperti emas, perak, intan dan *real estate* atau dalam bentuk surat-surat berharga atau sekuritas.

2.3.2 Pentingnya Keputusan Investasi

Keputusan Investasi sendiri tercermin dari pertumbuhan *Total Asset* perusahaan yang bersangkutan dari tahun ke tahun. Implementasi keputusan investasi sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana dalam perusahaan yang berasal dari sumber pendanaan internal (*internal financing*) dan sumber pendanaan eksternal (*external financing*). Dengan memperhatikan sumber-sumber pembiayaan, perusahaan memiliki beberapa alternatif pembiayaan untuk menentukan struktur modal yang tepat bagi perusahaan. Jadi, inti dari fungsi pendanaan ini adalah bagaimana perusahaan menentukan sumber dana yang optimal untuk mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya.

Proses dalam melakukan keputusan investasi dapat diperinci ke dalam tahap sebagai berikut :

1. Perencanaan
2. Analisis investasi
3. Pemilihan proyek
4. Pelaksanaan proyek
5. Pengawasan proyek

Jika proyek-proyek investasi sudah tersedia atau dapat diperoleh, maka perusahaan perlu melakukan analisis awal. Dalam analisis awal perusahaan harus mengumpulkan informasi yang lebih akurat tentang proyek-proyek yang tersedia. Informasi tentang proyek-proyek yang akan diambil umumnya meliputi :

1. Jenis atau macam proyek
2. Lama berakhirnya proyek
3. Pola produksi atau output selama masa proyek
4. Total produksi dan saat mulai berproduksi
5. Teknologi yang akan digunakan
6. Jumlah dan pola penerimaan dan pengeluaran *cash flow*
7. Informasi lain yang sangat bervariasi antara satu proyek dengan proyek lain

Pengaturan investasi modal yang efektif perlu memperhatikan faktor-faktor berikut ini (**Suad Husnan & Enny Pudjiastuti, 2005:181**) :

1. Adanya asal-usul investasi

2. Estimasi arus kas dari asal-usul
3. Evaluasi arus kas tersebut
4. Memilih proyek-proyek yang sesuai dengan kriteria tertentu
5. Monitoring dan penilaian terus menerus terhadap proyek investasi setelah investasi dilaksanakan.

Asal-usul investasi tidak mesti berasal dari bagian keuangan. Mungkin saja usul tersebut berasal dari pemasaran, bagian produksi, dan melibatkan berbagai bagian. Demikian juga arus kas akan memerlukan kerja sama antara bagian yang mengusulkan dengan bagian keuangan. Evaluasi arus kas mungkin lebih banyak dilakukan oleh bagian keuangan, demikian juga pemilihan proyek. Akhirnya monitoring memerlukan kerja sama dengan seluruh bagian yang terlibat.

Untuk maksud-maksud analisis, suatu proyek rencana investasi bisa dimasukkan ke dalam salah satu klasifikasi berikut ini :

1. Pengenalan proyek baru atau pembuatan produk baru
2. Penggantian peralatan atau pabrik
3. Penelitian dan pengembangan
4. Eksplorasi atau pencarian, adalah tindakan mencari atau melakukan penelitian dengan tujuan menemukan sesuatu

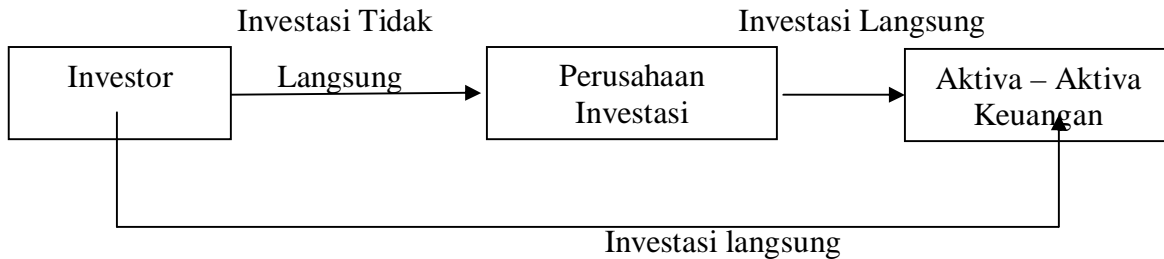
Jadi, inti dari fungsi pendanaan ini adalah bagaimana perusahaan menentukan sumber dana yang optimal untuk mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya.

2.3.3 Jenis-jenis Investasi Keuangan

Investasi ke dalam aktiva keuangan dapat berupa investasi langsung dan investasi tidak langsung. Investasi langsung dilakukan dengan membeli langsung aktiva keuangan dari suatu perusahaan baik melalui perantara atau dengan cara yang lain. Sebaliknya investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio aktiva-aktiva keuangan dari perusahaan-perusahaan lain. Hal ini ditunjukkan dalam gambar berikut.

Gambar 2.1

Tipe – Tipe Investasi



Sumber : Jogiyanto (2003:7)

Menurut Sunariyah (2006:4), investasi dalam arti luas terdiri dari dua bagian utama, yaitu :

1. Investasi dalam bentuk aktiva riil (*real assets*)

Aktiva riil adalah aktiva berwujud seperti emas, perak, intan, barang-barang seni dan *real estate*.

2. Investasi dalam bentuk surat-surat berharga atau sekuritas (*marketable securities atau financial assets*)

Aktiva financial adalah surat-surat berharga yang pada dasarnya merupakan klaim atas aktiva riil yang dikuasai oleh suatu entitas.

2.3.4 Investasi keuangan

Investasi keuangan dalam hal ini adalah berhubungan dengan masalah pengalokasian dana yang akan dilaksanakan dalam perusahaan di dalam pembelian surat-surat berharga. Berikut ini adalah beberapa jenis investasi keuangan, menurut Sunariyah (2006:4) kepemilikan aktiva financial dalam rangka investasi pada sebuah entitas dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu :

1. Investasi langsung
2. Investasi tidak langsung

1. Investasi langsung

Investasi langsung adalah pembelian langsung aktiva keuangan suatu perusahaan. Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjual-belikan di pasar uang (*money market*), pasar modal (*capital market*), atau pasar turunan (*derivative market*). Investasi langsung juga dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang tidak dapat diperjual-belikan. Aktiva keuangan yang tidak dapat diperjual-belikan biasanya diperoleh melalui bank komersial. Aktiva-aktiva ini dapat berupa tabungan di bank atau sertifikat deposito. Macam- macam investasi langsung dapat disarikan sebagai berikut ini :

1. Investasi langsung yang tidak dapat diperjual-belikan.
 - a. Tabungan.
 - b. Deposito.
2. Investasi langsung dapat diperjual-belikan.
 - a. Investasi langsung di pasar uang.
 - 1) T-bill.
 - 2) Deposito yang dapat di negosiasi.
 - b. Investasi langsung di pasar modal.
 - 1) Surat-surat berharga pendapatan tetap (*fixed-income securities*)
 - a) T-bond.
 - b) Federal agency securities.
 - c) Municipal bond.
 - d) Corporate bond.
 - e) Convertible bond.
 - 2) Saham-saham (*equity securities*).
 - a) Saham preferen (*preferred stock*).
 - b) Saham biasa (*common stock*).
 - c. Investasi langsung di pasar turunan.
 - 1) Opsi.
 - a) Waran (*warrant*).
 - b) Opsi put (*put option*).

- c) Opsi call (*call option*).
- 2) Futures contract.

2. Investasi tidak langsung

Investasi tidak langsung adalah pembelian saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio aktiva-aktiva keuangan dari perusahaan lain. Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik dengan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolionya. Ini berarti bahwa perusahaan investasi membentuk portofolio (diharapkan portofolionya optimal) dan menjualnya secara eceran kepada publik dalam bentuk saham-sahamnya.

Investasi tidak langsung lewat perusahaan investasi ini menarik bagi investor paling tidak karena dua alasan utama, yaitu :

1. Investor dengan modal kecil dapat menikmati keuangan karena pembentukan portofolio. Jika investor ini harus membuat portofolio sendiri, maka dia harus membeli beberapa saham dalam jumlah yang cukup besar nilainya. Investor yang tidak mempunyai dana cukup untuk membuat portofolio sendiri dapat membeli saham yang ditawarkan oleh perusahaan investasi ini.
2. Membentuk portofolio membutuhkan pengetahuan dan pengalaman yang mendalam. Investor awam yang kurang mempunyai pengetahuan dan pengalaman tidak akan dapat membentuk portofolio yang optimal, tetapi dapat membeli saham yang ditawarkan oleh perusahaan investasi yang telah membentuk portofolio optimal.

2.3.5 Klasifikasi investasi

Di dalam penentuan investasi, ada beberapa klasifikasi perusahaan yang menerbitkan portofolio. Menurut **Kamarudin Ahmad (2005:203)** perusahaan investasi dapat diklasifikasikan sebagai berikut :

1. *Investment trust*

Merupakan *trust* yang menerbitkan portofolio yang dibentuk dari surat surat berharga berpenghasilan tetap (misalnya *bond*) dan ditangani oleh orang kepercayaan yang independen. Sertifikat portofolio ini dijual kepada investor sebesar nilai bersih total aktiva yang tergabung di dalam portofolio ditambah dengan komisi. Investor dapat menjual balik sertifikat ini kepada *trust* sebesar nilai pasar dari sekuritas-sekuritas yang tergabung di portofolio dikurangi dengan biaya-biaya yang terjadi dan dibagi dengan jumlah sertifikat yang diedarkan.

2. *Closed end investment companies*

Merupakan perusahaan investasi yang hanya menjual sahamnya dalam jumlah yang tetap yaitu sebanyak saat penawaran perdana (*initial public offering*) saja. Perusahaan investasi ini tidak menawarkan lagi tambahan lembar saham, kecuali jika ada penawaran publik berikutnya. Lembar saham yang sudah beredar dari penawaran perdana di perdagangkan di pasar sekunder (*stock exchange*) dengan harga pasar yang terjadi di pasar bursa.

3. *Open end investment companies*

Di kenal dengan nama perusahaan reksadana (*mutual funds*). Menurut Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995, pasal 1 ayat (27) reksadana didefinisikan sebagai wadah yang di pergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya di investasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Perusahaan reksadana ini adalah perusahaan investasi yang mnegelola portofolio dan menjual kepemilikan portofolionya di pasar modal. Perusahaan investasi ini masih terus menjual kepemilikan portofolionya kepada investor, juga pemegang kepemilikan portofolio dapat menjual kembali kepemilikan portofolionya ke perusahaan reksadana yang bersangkutan. Dengan demikian, perusahaan reksadana ini mempunyai besarnya portofolio yang berubah-ubah di pasar modal. Nilai total portofolio yang dibentuk disebut dengan Nilai Aktiva Bersih atau NAB (*Net Assets Value* atau NAV).

2.3.6 Metode Penelitian Investasi

Suatu investasi dikatakan menguntungkan jika investasi tersebut dapat membuat pemodal menjadi lebih kaya.

Ada beberapa alat analisa atau metode dalam menilai keputusan investasi. Menurut **M. Manulang (2005:122)** metode-metode penilaian tersebut antara lain :

1. *Payback period*

Payback period adalah untuk mengukur lamanya dana investasi yang ditanamkan kembali seperti semula. Karena itu hasil perhitungannya dinyatakan dalam satuan waktu (yaitu tahun atau bulan). Untuk mengetahui kebanyakan investasi dengan membandingkan masa *payback period* dengan target kembalinya investasi, bila *payback period* lebih kecil dibanding dengan target kembalinya investasi maka, proyek investasi layak, sedangkan jika lebih besar maka proyek tidak layak dan untuk menghitung besarnya *payback period* bila cash flownya sama tiap tahun adalah :

$$\text{Payback Period} = \frac{\text{Investasi}}{\text{Cash flow}} \times 17 \text{ thn}$$

Kelemahan lain dari metode *payback* adalah :

- a. Tidak memperhatikan nilai waktu uang, dan
- b. Mengabaikan arus kas periode *payback*.

Untuk mengetahui kelemahan karena mengabaikan nilai waktu uang, metode perhitungan *payback period* dicoba diperbaiki dengan mem-present value-kan arus kas, dan dihitung periode *payback*-nya. Cara ini disebut dengan *discounted payback period*.

2. *Accounting rate of return*

Metode *Accounting rate of return* adalah metode penilaian investasi yang mengukur seberapa besar tingkat keuntungan dari investasi.

$$ARR = \frac{\text{rata - rata EAT}}{\text{rata - rata Investasi}} \times 100\%$$

Apabila angka accounting rate of return lebih besar dibandingkan dengan keuntungan yang disyaratkan, maka proyek investasi ini menguntungkan, apabila lebih kecil dari tingkat keuntungan yang disyaratkan maka proyek ini tidak layak.

Kebaikan metode ini adalah sederhana dan mudah, perhitungan metode ini menggunakan data accounting yang tersedia, sehingga tak memerlukan perhitungan tambahan. Sedangkan kelemahan metode ini mengabaikan nilai waktu uang dan tidak memperhitungkan aliran kas, metode ini dianggap kurang memuaskan atau kurang baik untuk digunakan dalam menilai proyek-proyek investasi.

3. *Net Present Value*

Pada metode di depan keduanya mengabaikan adanya nilai waktu uang, padahal cash flow yang digunakan untuk menutup investasi tersebut di terima di masa yang akan datang, sementara dana untuk investasi dikeluarkan pada saat sekarang. Oleh karena itu perlu metode yang memperhatikan konsep time value of money. Salah satu metode untuk menilai investasi yang memperhatikan time value of money adalah net present value (NPV). NPV adalah selisih antara nilai sekarang dari cash flow dengan dengan nilai sekarang dari investasi. Bila selisih antara present value dari cash flow lebih besar berarti terdapat NPV positif, artinya proyek investasi layak, sebaliknya bila present value dari cash flow lebih kecil dibanding present value investasi maka NPV negatif dan investasi dianggap tidak layak. Dengan demikian dalam perhitungan NPV memerlukan dua kegiatan penting yaitu :

- a. Menaksir arus kas.
- b. Menentukan tingkat bunga yang dipandang relevan.

4. *Internal Rate Of Return*

Bila pada metode net present value mencari nilai sekarang bersih dengan tingkat discount rate tertentu, maka metode internal rate of return mencari discount rate yang dapat menyamakan antara present value dari aliran kas dengan present value dari investasi. Dengan demikian internal rate of return (IRR) adalah tingkat discount rate yang dapat menyamakan present value of cash flow dengan present value of investment.

Kelemahan metode IRR antara lain :

- a. Bahwa i yang dihitung merupakan angka yang sama untuk setiap tahun usia ekonomis. Metode IRR tidak memungkinkan menghitung IRR yang berbeda setiap tahunnya. Padahal secara teoritis dimungkinkan terjadi tingkat bunga yang berbeda-beda.
- b. Bisa diperoleh i yang lebih dari satu angka (*multiple IRR*). Bila demikian, maka akan timbul masalah, yakni i mana yang akan kita gunakan.

Untuk mencari besarnya IRR diperlukan data NPV yang mempunyai dua kutub, positif dan negatif. setelah didapatkan NPV tersebut, selanjutnya dibuat interpolasi atau dihitung dengan rumusan sebagai berikut :

$$IRR = rr + \frac{NPV_{rr}}{TPV_{rr} - TPV_{rti}} \times (rt - rr)$$

Dimana :

- rr : tingkat *discount rate* (r) lebih rendah
 rt : tingkat *discount rate* (r) lebih tinggi
 TPV : *Total Present Value*
 NPV : *Net Present Value*

Bila IRR lebih besar dibanding keuntungan yang disyaratkan berarti layak, demikian sebaliknya bila IRR lebih kecil dibanding keuntungan yang disyaratkan berarti proyek investasi kurang layak.

5. *Profitability index*

Metode *profitability index* ini menghitung perbandingan antara present value dari penerimaan dengan present value dari investasi. Bila PI ini lebih besar dari 1 maka proyek investasi layak dijalankan, rumus yang digunakan untuk mencari PI adalah sebagai berikut :

$$PI = \frac{PV \text{ of Cash Flow}}{\text{investasi}}$$

2.4 Kebijakan Dividen

2.4.1 Pengertian Dividen

Dividen adalah bagian dari keuntungan suatu perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham. Keputusan dividen adalah keputusan manajemen keuangan dalam menentukan besarnya proporsi laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan proporsi yang akan di simpan perusahaan sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan dalam rangka meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Dividen juga merupakan distribusi yang bisa berbentuk kas, aktiva lain, surat atau bukti lain yang menyatakan utang perusahaan, dan saham, kepada pemegang saham suatu perusahaan sebagai proporsi dari jumlah saham yang dimiliki oleh pemilik.

Pembagian dividen dipengaruhi oleh banyak variabel, sebagai contoh kebutuhan arus kas dan investasi perusahaan mungkin berubah-ubah dengan cepat sehingga dibutuhkan kecermatan untuk menentukan jumlah dividen. Di lain pihak, perusahaan mungkin menginginkan pembayaran dividen yang tinggi untuk menyalurkan dana yang dibutuhkan dalam investasi. Dalam kasus seperti ini pimpinan perusahaan dapat menetapkan dividen yang tetap rendah sehingga perusahaan akan dapat membayarkannya pada tahun-tahun dimana laba yang diperoleh perusahaan rendah atau pada tahun-tahun diperlukannya dana yang cukup besar untuk investasi.

Pengertian kebijakan dividen menurut **Martono dan Harjito (2007:253)**:

”Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.”

Pengertian kebijakan dividen menurut **Gitman (2006:597)** :

”A plan of action to be followed wherever on dividend decision is made”

Artinya bahwa kebijakan dividen merupakan suatu rencana dari aksi yang dijalankan sewaktu-waktu pada keputusan dividen yang dibuat.

Dengan demikian dapat disimpulkan kebijakan dividen adalah kebijakan yang mengatur berapa bagian laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen kepada para

pemegang saham dan berapa bagian laba bersih yang akan digunakan untuk membiayai investasi perusahaan.

2.4.2 Teori Kebijakan dividen

Ada beberapa teori yang digunakan sebagai landasan dalam menentukan kebijakan dividen untuk perusahaan. Sehingga dapat dijadikan pemahaman mengapa suatu perusahaan mengambil kebijakan dividen tertentu. Teori –teori tersebut adalah sebagai berikut:

a. Dividend irrelevance theory

Teori yang dianjurkan oleh Madigliani-Miller (MM) ini menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh, baik terhadap harga saham maupun biaya modalnya atau dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen sebenarnya tidak relevan.

b. Bird-in-the-hand theory

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Linther yang menyatakan bahwa biaya modal sendiri akan naik jika Dividend Payout Ratio (DPR) rendah. Hal ini dikarenakan investor lebih suka menerima dividen dari pada capital gain.

c. Tax preference theory

Adalah suatu teori yang menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan capital gains maka para investor lebih menyukai capital gain karena dapat menunda pembayaran pajak.

Kebijakan dan keputusan dividen pada hakekatnya akan menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan seberapa banyak yang ditahan sebagai *retained earning* (Sarnat,1990). Perbandingan antara dividen dan keuntungan merupakan rasio pembayaran dividend (*Dividend Payout Ratio*) atau persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai *cash dividend*. Semakin tinggi tingkat dividen yang akan dibayarkan berarti semakin sedikit laba yang dapat ditahan (*retained earning*).

Dalam keputusan pembagian dividen, perusahaan harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaannya. Laba yang diperoleh perusahaan pada umumnya tidak dibagikan seluruhnya sebagai dividen karena sebagian disisihkan untuk diinvestasikan kembali atau sebagian ditahan dalam *retained earning*. Besar kecilnya dividen yang di bayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan sehingga pertimbangan manajemen sangat diperlukan.

2.4.3 Jenis-jenis Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah berhubungan dengan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan di masa yang akan datang. Atas dasar dasar teori tentang kebijakan dividen diatas, menurut **Gitman (2006:602-603)** jenis kebijakan dividen diantaranya :

1. Kebijakan Dividen Ratio Pembayaran Konstan (*Constant Payout Ratio Dividend Policy*)
”A dividend policy based on the payment of certain percentage of earnings to owners in each dividend periode”.
Artinya kebijakan dividen yang didasarkan pembiayaan dividen dalam persentase tertentu dari pendapatan yang dibayarkan kepada pemilik setiap periode pembagian dividen.
2. Kebijakan dividen yang teratur (*Reguler Dividend Policy*)
”A dividend policy based on payment of a fixed-dollar dividend in each peride”.
Artinya kebijakan dividen yang didasarkan atas pembiayaan dividen dengan dollar yang tetap dalam setiap periode.
3. Kebijakan dividen rendah yang teratur dan ditambah ekstra (*Low Reguler and Extra Dividend Policy*)
”A dividend policy based on paying a low regular dividend, supplemented by an additional dividend when earning are higher than normal in a given periode”.
Artinya kebijakan dividen yang didasarkan pembayaran dividen rendah yang teratur, dilengkapi dengan penambahan dividen jika ada jaminan pendapatan.

2.4.4 Faktor-faktor yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

Dalam penentuan kebijakan dividen, perusahaan harus mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Menurut **Sutrisno (2007:267)**, faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham antara lain adalah :

1. Posisi Solvabilitas Perusahaan

Apabila perusahaan dalam kondisi insolvensi atau solvabilitasnya kurang menguntungkan, biasanya perusahaan tidak membagikan laba. Hal ini disebabkan laba yang diperoleh lebih banyak digunakan untuk memperbaiki posisi struktur modalnya.

2. Posisi Likuiditas Perusahaan

Bagi perusahaan yang kondisi likuiditasnya kurang baik, biasanya *dividend payout rationya* kecil, sebab sebagian besar laba yang digunakan untuk menambah likuiditas. Namun perusahaan yang sudah mapan dengan likuiditas yang baik cenderung memberikan dividen yang lebih besar.

3. Kebutuhan untuk melunasi hutang

Salah satu sumber dana perusahaan adalah dari kreditor berupa hutang baik jangka pendek maupun jangka panjang. Semakin banyak hutang yang harus dibayar semakin besar dana yang harus disediakan sehingga mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Disamping itu dengan jatuh temponya hutang, berarti dana hutang tersebut harus diganti. Alternatif mengganti dan hutang bisa dengan mencari hutang baru atau *meroll-over hutang*, dan juga bisa dengan sumber dana intern dengan cara memperbesar laba ditahan. Hal ini tentunya akan memperkecil *dividend payout ratio*.

4. Rencana perluasan

Perusahaan yang berkembang ditandai dengan semakin pesatnya pertumbuhan perusahaan, dan hal ini bisa dilihat dari perluasan yang dilakukan oleh perusahaan. Semakin pesat pertumbuhan perusahaan, juga semakin pesat perluasan yang dilakukan. Konsekuensinya semakin besar dana yang dibutuhkan untuk membiayai perluasan tersebut. Kebutuhan dana dalam rangka ekspansi tersebut bisa dipenuhi baik dari hutang, menambah modal sendiri yang berasal dari pemilik, dan salah satunya juga bisa diperoleh dari *internal resources* berupa memperbesar laba ditahan. Dengan

demikian semakin pesat perluasan yang dilakukan perusahaan semakin kecil dividend payout rasionya.

5. Kesempatan investasi

Kesempatan investasi juga merupakan faktor yang mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagikan. Semakin terbuka kesempatan investasi semakin kecil dividen yang dibayarkan sebab dananya digunakan untuk memperoleh kesempatan investasi. Namun bila kesempatan investasi kurang baik, maka dananya lebih banyak akan digunakan untuk membayar dividen.

6. Stabilitas pendapatan

Bagi perusahaan yang pendapatannya kurang stabil, dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham lebih besar dibanding dengan perusahaan yang pendapatannya tidak stabil. Perusahaan yang pendapatannya stabil tidak perlu menyediakan kas yang banyak untuk berjaga-jaga, sedangkan perusahaan yang pendapatannya tidak stabil harus menyediakan uang kas yang cukup besar untuk berjaga-jaga.

7. Pengawasan terhadap perusahaan

Kadang-kadang pemilik tidak mau kehilangan kendali terhadap perusahaan. Apabila perusahaan mencari sumber dana dari modal sendiri, kemungkinan akan masuk investor baru dan tentunya akan mengurangi kekuasaan pemilik lama dalam mengendalikan perusahaan. Jika dibelanjai dari hutang resikonya cukup besar. Oleh karena itu perusahaan cenderung tidak membagi dividennya agar pengendalian tetap berada ditangannya

2.4.5 Prosedur Pembayaran Dividen

Besarnya dividen ditentukan di dalam RUPS, dan prosedur pembagian dividen dimulai dari tanggal pengumuman, tanggal pencatatan pemegang saham, tanggal *ex dividend* tersebut. Untuk lebih jelasnya, prosedur pembayaran dividen menurut **Sundjaja (2005:574)** adalah sebagai berikut :

1. Tanggal tercatatnya pemegang saham (*holder of record date*)

Perusahaan menutup buku mengenai transfer saham dan menyusun daftar tentang nama-nama pemegang saham menurut keadaan itu.

2. Tanggal tanpa dividen (*ex-dividend date*)

Untuk mencegah terjadinya kekacauan maka para pemegang pialang sudah mempunyai suatu peraturan yang menyatakan bahwa pemegang saham berhak atas dividen sampai empat hari sebelum tanggal terdaftarnya pemegang saham, hak atas dividen ini sudah terlepas dari sahamnya.

3. Tanggal pembayaran dividen (*payment date*)

Merupakan tanggal nyata dimana perusahaan dalam kenyataannya mengirimkan cek kepada nama-nama yang tercatat itu pada tanggal pembayaran.

2.4.6 Mengukur Tingkat Pembayaran Dividen / *Dividend Payout Ratio*

Besarnya laba yang dibagikan kepada pemegang saham disebut *Dividend Payout*. *Dividend Payout Ratio* merupakan persentase dari laba yang akan dibayarkan kepada pemegang saham kepada dividen tunai.

Dividend Payout Ratio menurut **R. Agus Sartono (2005:75)** adalah :

“Persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen, atau ratio antara laba yang dibayarkan dalam bentuk divine dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham”.

Menurut **Gitman (2006:602)** bahwa pengertian *Dividend Payout Ratio* adalah

“Indicated the percentage of each dollar earned that is distributed to the owners in the form of cash. It is calculated by dividing the firm’ cash dividend per share by earnings per share”.

Artinya bahwa persentase pendapatan dolar yang dibagikan kepada pemilik saham dalam bentuk tunai yang dihitung dengan membagikan dividen per lembar saham dengan pendapatan per lembar saham.

Dari beberapa pengertian mengenai *dividend payout ratio* diatas, maka dapat disimpulkan *dividend payout ratio* adalah rasio yang melihat bagian pendapatan dari perusahaan yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen, yang dihitung dengan membagi dividen per lembar saham dengan pendapatan per lembar saham.

Dari pengertian tersebut *Dividen Payout Ratio* dapat diformulasikan menjadi :

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{DPS}{EPS} \times 100\%$$

Dimana : DPS = Dividend Per Share
 EPS = Earning Per Share

2.5 Struktur Modal

2.5.1 Pengertian Struktur Modal

Struktur modal merupakan masalah yang sangat penting dalam pengambilan keputusan mengenai pembelanjaan perusahaan, karena harus memaksimalkan profit bagi keputusan modal sendiri dan keuntungan yang diperoleh harus lebih besar dari pada biaya modal sebagai akibat penggunaan struktur modal tersebut. Struktur modal merupakan struktur financial yang terdiri atas hutang dan modal sendiri.

Menurut Martono & Harjito (2007:240) struktur modal adalah :

“Struktur modal (*capital structure*) adalah perbandingan atau imbangannya pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri.”

Menurut Dr. Darsono (2006:153) struktur modal adalah :

“Struktur modal adalah jumlah permanen perusahaan yang tersumber dari hutang jangka panjang dan modal sendiri.”

Dari pengertian-pengertian di atas, dapat dikatakan bahwa konsep struktur modal merupakan suatu konsep yang membicarakan komposisi bagaimana suatu perusahaan didanai baik dengan modal sendiri maupun dengan modal pinjaman. Jika suatu perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya atau modalnya lebih mengutamakan pemenuhan modal yang tersumber dari dalam modal perusahaan, akan mengurangi ketergantungan dari pihak luar.

Tetapi jika kebutuhan modalnya semakin besar karena pertumbuhan perusahaan sedangkan modal sendirinya terbatas, perusahaan dapat menggunakan modal asing yang berasal dari luar perusahaan. Penggunaan dari masing-masing jenis modal tersebut memiliki pengaruh yang berbeda terhadap laba yang dihasilkan oleh perusahaan.

Penggunaan modal sendiri yang kompensasinya berupa pembayaran dividen diambil dari keuntungan setelah pajak, sehingga tidak mengurangi pembayaran pajak. Sedangkan penggunaan modal asing akan menurunkan keuntungan perusahaan sebab

harus membayar bunga, dimana bunga sebagai pengurang laba. Selain itu, bunga juga dapat dimanfaatkan sebagai pengurang pajak yang harus ditanggung oleh perusahaan.

2.5.2 Teori Struktur Modal

Menurut **Martono dan Harjito (2007:240)** Struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata (k_o), sehingga akan memaksimalkan nilai perusahaan.

Teori struktur modal yang dikembangkan beberapa ahli, terutama digunakan untuk mengetahui apakah perusahaan biasa meningkatkan kemakmuran pemegang saham melalui perubahan struktur modal. Secara teoritis struktur modal yang optimum dapat dijelaskan baik dengan perimbangan antara manfaat pajak dan biaya kebangkrutan atau dengan perimbangan antara biaya keagenan dan ekuitas. Faktor lain yang dapat mempengaruhi pilihan hutang, ekuitas adalah perubahan dalam komposisi hutang jangka panjang dan ekuitas yang dapat ditafsirkan sebagai tanda oleh pihak luar di pasaran.

Pendekatan-pendekatan yang dilakukan oleh **Van Horne dan M.Wachowicz (2005:234)** adalah sebagai berikut :

1) Pendekatan Laba Bersih (*Net Income Approach*)

Menurut pendekatan laba bersih, biaya modal pinjaman dan biaya modal sendiri tidak dipengaruhi oleh struktur modal, tetapi biaya modal keseluruhan dapat diturunkan dengan jalan meningkatkan *leverage* sehingga nilai perusahaan dapat ditingkatkan.

2) Pendekatan Laba Operasi Bersih (*Net Operating Income Approach*)

Pendekatan *Net Operating Income* (NOI), jika struktur modal berubah biaya modal pinjaman tetap, akan tetapi biaya modal sendiri naik. Kenaikan modal pinjaman yang biayanya murah diimbangi dengan kenaikan biaya modal sendiri, sehingga biaya modal sendiri tidak berubah pada semua tingkat *leverage*.

3) Pendekatan Tradisional (*Traditional Approach*)

Pendekatan tradisional ini berpendapat bahwa biaya modal sendiri akan meningkat pada kenaikan *leverage*, disamping itu biaya pinjaman juga dapat

meningkat bila melebihi tingkat tertentu. Oleh karena itu akan terdapat suatu titik dimana biaya modal keseluruhan merupakan titik terendah dan itu akan mencerminkan struktur modal yang optimal.

4) Pendekatan Modigliani Miller (*Modigliani Miller Approach*)

Pendekatan Modigliani Miller (MM) menyatakan bahwa nilai perusahaan adalah tidak bergantung atau tidak dipengaruhi struktur modal. Pendapat MM didasarkan pada ide bahwa tidak menjadi masalah bagaimana perusahaan membagi struktur modalnya diantara hutang, saham preferen, dan saham biasa. Pernyataan tersebut didukung dengan adanya proses arbitrase. Melalui proses arbitrase akan membuat harga saham atau nilai perusahaan baik yang tidak menggunakan hutang atau yang menggunakan hutang, akhirnya sama.

Menurut *Bayless dan Diltz* sebagaimana dikutip oleh FX. Agus Joko Waluyo (*Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi Volume 5 No. 3, Desember 2005, p263*) pendekatan-pendekatan teori struktur modal adalah sebagai berikut :

1) *Static Trade Off Theory*

Dalam *static trade off theory*, struktur modal optimal terjadi karena proses trade off antara manfaat penghematan pajak (*tax shield of leverage*) dengan biaya penggunaan hutang (*cost of financial distress and agency cost of leverage*). Dalam *static trade off theory* terdapat dua implikasi penting yaitu perusahaan dengan risiko bisnis tinggi lebih baik menggunakan sedikit hutang. Hal ini akan memperbesar biaya bunga serta menurunkan laba, sehingga perusahaan mengalami *financial distress*.

Static trade off theory mengemukakan bahwa hutang mempunyai dua sisi, yaitu sisi negatif dan sisi positif. Sisi positif dari hutang bahwa pembayaran bunga akan mengurangi pendapatan kena pajak. Penghematan pajak ini akan meningkatkan nilai pasar perusahaan. Hutang menguntungkan perusahaan karena adanya perbedaan perlakuan pajak terhadap bunga dan dividen. Hutang menguntungkan perusahaan karena pembayaran bunga diperhitungkan sebagai biaya dan mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga jumlah pajak yang

dibayar perusahaan berkurang. Sebaliknya, pembagian dividen kepada pemegang saham perusahaan tidak mengurangi pembayaran pajak perusahaan. Jadi, dari sisi pajak akan lebih menguntungkan jika perusahaan membiayai investasi dengan hutang karena adanya pengurangan pajak. Menurut teori ini, semakin besar laba (EBIT) yang dihasilkan oleh perusahaan, semakin besar pula tingkat hutangnya agar pajak yang dibayar berkurang. Namun demikian, besarnya hutang ini dibatasi oleh biaya-biaya kepailitan (*bankruptcy cost*) dan biaya-biaya tekanan keuangan yang timbul menjelang perusahaan bangkrut (*cost of financial distress*).

2) *Pecking Order Theory*

Keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* terhadap perilaku pendanaan perusahaan sebagai berikut :

- a. Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal.
- b. Perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi.
- c. Kebijakan dividen bersifat *sticky atau sulit*, fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi berdampak pada aliran kas internal lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi.
- d. Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan memilih sumber dana dari hutang karena dipandang lebih aman dari ekuitas. Ekuitas adalah pilihan terakhir dari *pecking order theory* sebagai sumber untuk memenuhi kebutuhan investasi.

Menurut *Myers* terdapat *inconsistency* antara *static trade off theory* dan *pecking order theory*. Konsep *pecking order theory* membedakan ekuitas yang diperoleh dari laba ditahan dan penerbitan saham baru karena urutan atau prioritas sumber pendanaan menempatkan laba ditahan pada posisi paling atas, sedangkan penerbitan saham baru berada pada urutan paling bawah. *Static trade off theory* tidak membedakan urutan pemilihan sumber pendanaan, oleh karena itu ekuitas tidak diperoleh dari laba ditahan atau dari penerbitan saham baru, atau merupakan kombinasi dari keduanya. *Myers*, mengkritik asumsi yang dipakai *static trade off theory*, bahwa pelaku pasar memiliki informasi serta ekspektasi yang sama dengan

pihak manajemen, dalam prakteknya antar pelaku pasar terjadi *asymmetric information*, sehingga diperlukan keputusan berjenjang ketika memilih sumber dana.

Mengacu *pecking order theory*, perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal sebagai alternatif awal untuk memenuhi kebutuhan investasi, hal ini untuk mereduksi masalah dan biaya yang menyertai pendanaan eksternal, yaitu adanya berbagai perjanjian dengan kreditor yang dapat membatasi keputusan pendanaan perusahaan di masa mendatang, serta adanya kecenderungan harga saham turun ketika perusahaan melakukan emisi saham baru.

Alternatif kedua yang dipilih sebagai sumber pendanaan adalah hutang, meski terdapat beberapa kekurangan dan mengandung risiko tinggi, namun dianggap memiliki biaya relatif dari pada emisi saham baru. Hutang mendorong manajer untuk lebih disiplin dalam berinvestasi secara tepat, hal ini memberikan tekanan untuk terus melakukan perbaikan dalam mewujudkan efisiensi operasional perusahaan (*Brealy dan Myers, 2000:528*). Tindakan ini didorong adanya tekanan psikologis bahwa perusahaan berkewajiban untuk membayar hutang dan bunga secara tepat waktu jika tidak ingin perusahaannya dikenai sanksi atau dinyatakan bangkrut.

Manfaat penggunaan ekuitas adalah kondisi perusahaan menjadi lebih sehat, sehingga di masa yang akan datang ada kemungkinan biaya yang dikeluarkan perusahaan atas emisi saham baru, menjadi lebih murah daripada menggunakan sumber dana yang lain. Bila terdapat *asymmetric information* antara pihak manajemen dengan pelaku pasar, perusahaan hanya menerbitkan saham baru, jika perusahaan merasa memiliki peluang investasi yang sangat menguntungkan serta tidak dapat ditunda, sementara sumber dana lain sudah tidak mencukupi atau jika manajemen merasa yakin harga saham baru tersebut *overvalue*.

3) Mengukur Sumber modal Perusahaan/ *Debt to Equity Ratio* (DER)

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan salah satu rasio pengelolaan modal yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membiayai usaha dengan pinjaman yang disediakan oleh pemegang saham. Seperti yang diungkapkan oleh **Martono dan D. Agus Harjito (2007:59)** :

“Debt to Equity Ratio adalah perbandingan total hutang yang dimiliki perusahaan dengan modal sendiri (ekuitas)”.

DER menunjukkan perbandingan dana yang disediakan pemilik atau manajemen perusahaan yang berasal dari kreditur perusahaan. Hal ini akan mengakibatkan terjadinya :

1. Para kreditur akan melihat modal sendiri perusahaan atau dana yang disediakan pemilik untuk menentukan besarnya margin pengaman.
2. Dengan mencari dana yang berasal dari hutang pemilik memperoleh manfaat mempertahankan kendali perusahaan dengan investasi terbatas.
3. Jika perusahaan memperoleh hasil yang lebih besar dari pada dana yang dipinjam, maka hasil pengembalian untuk para pemilik akan meningkat.

Menurut Agnes Sawir (2003:13), rasio ini dapat dicari dengan menggunakan rumus :

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

Rasio ini dapat melihat seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh pihak luar dengan kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal. Apabila perusahaan menetapkan bahwa pelunasan hutangnya akan diambil dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut. Sehingga hanya sebagian kecil saja dari pendapatan yang di bayarkan oleh dividen.

Para pemberi pinjaman menginginkan rasio ini semakin rendah. Semakin rendah rasio ini, semakin tinggi tingkat pendanaan perusahaan yang disediakan oleh pemegang saham dan semakin besar batas pengaman pemberi pinjaman jika terjadi penyusutan nilai aktiva atau kerugian. Hal ini seperti yang dikatakan oleh Gibson (2005:330), yaitu :

”The debt to equity ratio also helps determine how well creditors protected in case of insolvency of the company.”

Bagi investor, semakin tinggi rasio ini, maka semakin tinggi resiko yang akan dihadapi. Bagi investor yang tidak suka untuk mengambil risiko, maka mereka akan menghindari untuk menanamkan modalnya pada perusahaan yang memiliki DER yang tinggi. Hal ini akan berpengaruh pada harga saham perusahaan tersebut.

2.6 Nilai Perusahaan

2.6.1 Pengertian Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Nilai perusahaan dapat diukur dengan dari tinggi rendahnya harga saham di perusahaan yang bersangkutan. Tinggi rendahnya harga saham banyak dipengaruhi oleh kondisi perusahaan itu sendiri.

Pengertian nilai perusahaan menurut **Brigham dan Erhardt (2002)** adalah sebagai berikut :

“Value is determined by result as reaveable in financial statement value of firm is stockholder wealth maximization, which translates into maximizing the price of the firm’s common stock”.

Artinya nilai perusahaan merupakan nilai yang dapat ditentukan dari perbandingan hasil sebagai

kinerja perusahaan, nilai perusahaan terlihat dari maksimalisasi kekayaan pemegang saham yang dimaksudkan kedalam memaksimumkan harga saham perusahaan.

Menurut **Brigham & Erhardt (2005)** :

“Nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (present value) dari free cash flow di masa mendatang pada tingkat diskonto sesuai rata-rata tertimbang biaya modal (weighted average cost of capital, WACC)”.

Free cash flow merupakan cash flow yang tersedia bagi investor (kreditur dan pemilik) setelah memperhitungkan seluruh pengeluaran untuk operasional perusahaan dan pengeluaran untuk investasi serta aktiva lancar bersih.

Dari beberapa definisi dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan dapat ditentukan dari perbandingan hasil sebagai kinerja perusahaan yang terlihat dari laporan keuangan, dimana nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (*present value*) dari *free cash flow* di

masa mendatang pada tingkat diskonto sesuai rata-rata tertimbang biaya modal (*weighted average cost of capital, WACC*).

2.6.2 Jenis-jenis Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan (*Value of firm*) berhubungan dengan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham (nilai saham), maka nilai perusahaan akan maksimum. Memaksimumkan nilai perusahaan ini digunakan sebagai pengukur keberhasilan perusahaan berarti meningkatnya kemakmuran nilai perusahaan atau pemegang saham perusahaan.

Menurut **Gitman (2003:108)**, terdapat beberapa jenis nilai perusahaan yaitu terdiri dari :

1. Nilai Likuiditas (*Liquidation Value*)
Nilai likuiditas adalah jumlah uang yang dapat direalisasikan jika sebuah aktiva atau sekelompok aktiva (contohnya perusahaan) dijual secara terpisah dari organisasi yang menjalankannya.
2. Nilai kelangsungan usaha adalah nilai perusahaan jika dijual sebagai operasi usaha yang berlanjut.
3. Nilai Buku (*Book Value*)
Nilai buku suatu perusahaan adalah total aktiva dikurangi kewajiban dan saham preferen seperti tercantum di neraca.
4. Nilai Pasar (*Market Value*)
Nilai pasar adalah harga pasar yang digunakan untuk memperdagangkan aktiva.
5. Nilai Intrinsik (*Intrinsic Value*)
Nilai intrinsik adalah harga saham-saham yang berdasarkan pada faktor yang dapat mempengaruhi penilaian.

2.6.3 Ukuran Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dapat didefinisikan sesuai dengan tujuan yang berbeda-beda. Nilai likuidasi (*liquidating value*) merupakan nilai aktual per lembar saham yang akan diterima apabila seluruh aset perusahaan dijual sesuai harga saham, seluruh kewajiban dibayar dan kelebihanannya dibagikan kepada pemegang saham (**Gitman,2006:352**). Nilai perusahaan

berjalan (*going concern value*) adalah nilai perusahaan sebagai badan usaha yang masih beroperasi. Jika nilai perusahaan berjalan melebihi nilai likuiditasnya, maka perbedaannya disebut sebagai nilai pasar perusahaan.

Nilai buku per lembar saham merupakan jumlah per lembar saham yang akan diterima jika seluruh aset perusahaan dijual sesuai nilai buku (nilai akuntansi) perusahaan. Kelebihan dari hasil penjualan tersebut, setelah dikurangi kewajiban perusahaan, dibagikan kepada pemegang saham (**Gitman, 2006:351**). Nilai buku yaitu nilai aktiva yang dicatat dalam akuntansi perusahaan. Aktiva dalam nilai buku diartikan sebagai sebuah perusahaan termasuk seluruh aktiva dan kewajibannya. Nilai pasar (*market value*) adalah harga jual suatu barang. Nilai buku per lembar saham adalah jumlah seluruh modal saham biasa perusahaan, agio saham dan akumulasi laba ditahan dibagi dengan jumlah lembar saham beredar (*outstanding share*). Nilai pasar saham adalah nilai yang akan dibayar untuk selembarnya saham. Nilai ini bisa lebih atau kurang dari nilai buku saham, karena nilai pasar tergantung pada laba perusahaan, sedangkan nilai buku mencerminkan nilai historis. Nilai pasar dapat dilihat melalui harga saham perusahaan yang terjadi di bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar.

Dalam penelitian ini penulis lebih menekankan nilai perusahaan pada harga pasar yang diukur dengan *Price Book Value* (PBV), *Price Book Value* (PBV) merupakan bagian dari rasio pasar yang mengukur harga pasar relatif terhadap nilai buku.

Menurut **Slamet (2003:41)** :

” *Price Book Value* digunakan untuk melihat berapa besar tingkat *undervalued* atau *overvalued* harga saham yang dihitung berdasarkan nilai buku setelah dibandingkan dengan harga pasar”.

Rasio ini menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan.

Price Book Value (PBV) dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$PBV = \frac{\text{Harga Per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}}$$

Perusahaan yang berjalan baik pada umumnya rasio PBV-nya mencapai di atas satu, yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. Semakin tinggi rasio ini akan berpengaruh positif terhadap harga saham. Semakin tinggi rasio tersebut, maka

akan semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai (*return*) bagi pemegang saham dan semakin besar rasio PBV-nya, semakin tinggi perusahaan dinilai oleh investor.

2.7 Pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan.

2.7.1 Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

Menurut **Tendi. H (2008)** dalam jurnal *Finance and Banking, Vol.10 No.2 (page 161)*. Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan, dan Nilai Perusahaan pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 1994-2005. Menjelaskan keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dimana dengan meningkatnya investasi akan dianggap sebagai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang dan penentu nilai perusahaan. **Gitman (2000) dan Brealy & Myers (2000)**, menyatakan bahwa keputusan investasi sangat penting karena akan mempengaruhi keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan dan merupakan inti dari seluruh analisis keuangan.

Seperti hasil penelitian dari **Tendi. H (2008)** Kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan akan menentukan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan dan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Apabila perusahaan salah didalam hal pemilihan investasi, maka kelangsungan hidup perusahaan akan terganggu dan hal ini tentunya akan mempengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan. Investasi yang dilakukan perusahaan pada dasarnya adalah untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan mencapai tujuan perusahaan. **Myers (1977)** menyatakan bahwa nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi dan pengeluaran *discretionaty* di masa yang akan datang. **Fama (1978)** menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan (**Modigliani & Miller,1978**).

2.7.2 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen merupakan *corporate action* yang penting yang harus dilakukan perusahaan. *Dividend signaling theory* pertama kali dicetuskan oleh **Bhattacharya (1979)**. *Dividend signaling theory* mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan *cash dividend* mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang. Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya *asymmetric information* antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan. Apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai sinyal positif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang baik sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Sebaliknya, jika terjadi penurunan dividen akan dianggap sebagai sinyal negatif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang tidak begitu baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif.

Dividend irrelevance theory (Modigliani & Myers, 1961 dalam Gitman 2006) menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh pendapatan dan risiko dari aset (investasi) sehingga keputusan untuk menggunakan laba apakah akan dibagikan sebagai dividen atau sebagai laba ditahan tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Teori *bird in the-hand* menyatakan bahwa investor melihat dividen saat ini memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dividen yang akan datang maupun *capital gains*. Pembayaran dividen saat ini akan mengurangi ketidakpastian investor sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan (faktor lain dianggap konstan).

Berbeda dengan **Tendi. H (2008)** dalam jurnal *Finance and Banking, Vol.10 No.2 (page 162)*. Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan, dan Nilai Perusahaan pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 1994-2005. Kebijakan dividen mempunyai pengaruh signifikan dengan arah negatif, dimana semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham, maka akan menurunkan nilai perusahaan. Bagi investor, pembayaran dividen yang tinggi mencerminkan bahwa sebagai ketidakmampuan perusahaan dalam mengelola *free cashflow*.

2.7.3 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Menurut **Haruman (2008)** dalam jurnalnya, salah satu keputusan penting yang harus dilakukan manajer keuangan dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi pendanaan yang diambil perusahaan yang menunjukkan komposisi modal internal dan eksternal. Pendanaan yang diambil perusahaan ini dapat mempengaruhi nilai perusahaan. (**Modigliani & Miller ;1963, De Angelo & Masulis;1980, Bradley et al; 1984 dan Park (Evan;1996).**)

Modigliani dan Miller (1963), menemukan bahwa dengan adanya manfaat pajak (*tax benefit of debit*), terdapat hubungan yang positif antara hutang dengan nilai perusahaan.

Myers (1984) dalam teori *pecking order* menyatakan bahwa permasalahan utama keputusan struktur modal perusahaan adalah informasi yang tidak simetris diantara manajer dan investor mengenai kondisi internal perusahaan, serta argumentasi bahwa manajer berpihak pada pemegang saham lama. Kedua permasalahan tersebut menyebabkan perusahaan memiliki hirarki pendanaan yang dimulai dari arus kas internal, hutang, kemudian saham.

Shyam-Sunder dan Myers (1999) didalam penelitiannya menemukan hubungan searah antara variabel defisit pendanaan internal dengan perubahan tingkat hutang perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian di Indonesia yang dilakukan oleh Adrianto dan Wibowo (2007) terhadap perusahaan-perusahaan LQ45 yang menemukan bahwa defisit pendanaan internal bukanlah faktor utama yang menentukan perubahan tingkat hutang jangka panjang perusahaan. Faktor lainnya yang juga memiliki pengaruh yang kuat yaitu profitabilitas dan tingkat hutang di masa lalu. Hal ini mengindikasikan bahwa defisit pendanaan tidak selalu didanai dari hutang. Saham masih mungkin diterbitkan bahkan ketika perusahaan masih memiliki kapasitas untuk menerbitkan hutang.

Perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang terlalu tinggi, lebih rentan terkena risiko *financial distress*. Dalam kondisi ini, perusahaan akan kehilangan peluang investasi karena sebagian besar aset yang dimiliki akan digunakan untuk membayar hutang. Selain

itu perusahaan akan mengalami peningkatan *cost of capital* ketika melakukan pendanaan eksternal baru karena lebih besarnya risiko default yang diekspresikan oleh investor ketika terjadi ancaman *financial distress* dan kemungkinan terjadinya *over investment*, yaitu investasi dengan risiko tinggi karena manajer menyadari kerugian dari investasi tersebut hanya akan ditanggung oleh *debtholders*, bukan manajer atau *shareholders*. Jika hal ini terjadi, perusahaan akan melepaskan peluang investasi meskipun peluang tersebut memberikan NPV yang positif bagi perusahaan.

Kondisi tersebut akan menimbulkan satu titik optimal dimana pada titik tersebut keuntungan dan biaya yang diterima perusahaan dalam tingkat hutangnya seimbang. Penentuan tingkat hutang disebut target *leverage*. Setiap perusahaan memiliki tingkat hutang yang berbeda-beda tergantung jenis industrinya. Perusahaan meningkatkan jumlah hutangnya ketika memiliki proporsi aset berwujud yang lebih tinggi, ukurannya yang lebih besar atau keuntungannya yang lebih rendah (Adrianto dan Wibowo, 2007).

Apabila pendanaan didanai melalui hutang maka akan terjadi efek *tax deductible*. Artinya perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberi manfaat bagi pemegang saham. Pengurangan pajak ini akan menambah laba perusahaan dan dana tersebut dapat dipakai untuk investasi perusahaan di masa yang akan datang ataupun untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham. Apabila hal tersebut dapat dilakukan oleh perusahaan, maka nilai investor terhadap perusahaan akan meningkat. Sehingga pendanaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.