

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Nilai Perusahaan

2.1.1 Pengertian Nilai Perusahaan

Brigham dan Erdhardt (2005: 518) mendefinisikan nilai perusahaan sebagai berikut:

“Corporate value which is the present value of expected free cash flow, discounted at a weighted average cost of capital”

Nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (*present value*) dari *free cash flow* di masa mendatang pada tingkat diskonto sesuai rata-rata tertimbang biaya modal. *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 aset lancar bersih.

Nilai perusahaan menurut **Gitman (2006: 352)**, yaitu:

“the actual amount per share of common stock that would be received if all the firm’s assets were sold for their market value.”

Kutipan di atas dapat diartikan bahwa nilai perusahaan adalah nilai aktual per lembar saham yang akan diterima apabila aset perusahaan dijual sesuai harga saham.

Sedangkan **Martono dan Harjito (2010: 13)** berpendapat bahwa”

“memaksimumkan nilai perusahaan disebut sebagai memaksimumkan kemakmuran pemegang saham (stakeholder wealth maximation) yang

dapat diartikan juga sebagai memaksimalkan harga saham biasa dari perusahaan (*maximizing the price of the firm's common stock*)”.

Kesimpulan dari beberapa definisi yaitu nilai perusahaan dapat ditentukan dari perbandingan hasil 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 rata-rata tertimbang biaya modal. Memaksimalkan nilai perusahaan berarti memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimalnya harga saham biasa perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga pasar saham. Harga pasar saham menunjukkan harga yang bersedia dibayar oleh investor. Harga pasar saham dapat lebih tinggi atau lebih rendah dibandingkan nilai bukunya. Harga saham cenderung tinggi pada saat perusahaan memiliki banyak kesempatan untuk berinvestasi mengingat hal tersebut akan meningkatkan pendapatan pemegang saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi.

Harga saham dan nilai perusahaan mengikhtisarkan penilaian kolektif investor tentang seberapa baik keadaan suatu perusahaan, baik kinerja saat ini maupun prospek masa depannya. Oleh sebab itu, peningkatan harga saham mengirimkan sinyal positif dari investor kepada manajer. Itulah sebabnya kompensasi manajemen puncak dikaitkan dengan harga saham. Manajer yang memiliki saham di perusahaannya akan termotivasi meningkatkan nilai pasar perusahaan. Hal ini mengurangi biaya agensi dengan menyelaraskan kepentingan dan pemegang saham. Inilah keuntungan penting *go public*. Perusahaan tertutup

tidak bisa menggunakan harga saham sebagai ukuran kinerja. Perusahaan masih bisa mengkompensasi manajer dengan saham, tapi saham itu tidak akan dinilai di pasar keuangan.

2.1.2 Jenis-jenis Nilai Perusahaan

Menurut **Yulius dan Tarigan (2007: 3)**, mengatakan bahwa terdapat beberapa konsep nilai yang menjelaskan nilai suatu perusahaan, yaitu:

1. Nilai Nominal

Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis secara jelas dalam surat saham kolektif.

2. Nilai Pasar

Nilai pasar sering disebut kurs adalah harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar saham. Nilai ini hanya bisa ditentukan jika saham perusahaan dijual di pasar saham.

3. Nilai Intrinsik

Nilai intrinsik merupakan konsep yang paling abstrak, karena mengacu kepada perkiraan nilai riil suatu perusahaan. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekedar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari.

4. Nilai Buku

Nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi. Secara sederhana dihitung dengan membagi selisih antar total aset dan total utang dengan jumlah saham yang beredar.

5. Nilai Likuidasi

Nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai likuidasi dapat dihitung dengan cara yang sama dengan menghitung nilai buku, yaitu berdasarkan neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan dilikuidasi.

Dalam penelitian ini penulis lebih menekankan nilai perusahaan pada nilai pasarnya yang dapat diproksi dari harga saham. Dengan melihat harga saham dari suatu perusahaan, para investor dapat menilai secara garis besar kondisi dari setiap perusahaan, karena harga saham mencerminkan nilai perusahaan itu sendiri. Apabila harga saham perusahaan itu naik maka dapat diartikan perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik, namun sebaliknya bila harga saham perusahaan itu turun maka dapat diartikan nilai dari perusahaan itu menurun.

2.1.3 Mengukur Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh pembeli apabila saham perusahaan tersebut dijual. Pengukuran variabel berupa nilai perusahaannya dapat dilihat dari harga sahamnya. Hal ini sesuai dengan **Husnan dan Pudjiastuti (2004: 210)** yang mengatakan bahwa:

“Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan”

Pengukuran ini sesuai dengan **Hasnawati (2005: 117)** yang mengatakan bahwa:

“Secara harfiah nilai perusahaan itu sendiri diamati melalui kemakmuran pemegang saham yang dapat diukur melalui harga saham perusahaan di pasar modal”

Dari pendapat-pendapat di atas dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan harga saham. Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham merupakan *fair price* yang dapat dijadikan proksi nilai perusahaan. Semakin tinggi harga saham, maka semakin tinggi nilai perusahaan, yang berarti kemakmuran pemegang saham juga semakin meningkat.

Menurut **Brigham dan Houston (2010: 150)** terdapat beberapa pendekatan analisis rasio dalam penilaian *market value*, terdiri dari pendekatan *price earning ratio* (PER), *price book value ratio* (PBVR), *market book ratio* (MBR), *dividend yield ratio*, dan *dividend payout ratio* (DPR). Dalam penelitian ini penulis juga lebih menekankan nilai perusahaan pada harga pasar yang diukur dengan *Price Earning Ratio* (PER). *Price Earning Ratio* merupakan bagian dari rasio nilai pasar yang menggambarkan kondisi yang terjadi di pasar.

Bagi para investor semakin tinggi *Price Earning Ratio* maka pertumbuhan laba yang diharapkan juga akan mengalami kenaikan. Dengan begitu *Price Earning Ratio* (rasio harga terhadap laba) adalah perbandingan antara *market*

price per share (harga pasar per lembar saham) dengan *earning per share* (laba per lembar saham) (Irham Fahmi, 2013: 138). Rumus *Price Earning Ratio* sebagai berikut:

$$\text{Price Earning Ratio (PER)} = \frac{\text{Market Price per share}}{\text{Earning per Share}}$$

Price Earning Ratio (PER) juga dapat dipakai untuk membandingkan kinerja antar saham atau antar sektor bahkan antar pasar dalam skala regional ataupun global. PER menggambarkan bagaimana keuntungan perusahaan atau emiten saham terhadap harga sahamnya, yang menunjukkan besarnya rupiah yang harus dibayarkan investor untuk memperoleh satu rupiah *earning* perusahaan. *Price Earning Ratio* adalah fungsi dari perubahan kemampuan laba yang diharapkan di masa yang akan datang. Semakin besar *price earning ratio*, maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk tumbuh sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

2.2 Investasi

Pada umumnya informasi mengenai laba bersih perusahaan dapat diperoleh berbagai pihak, apabila perusahaan telah berstatus *go-public*, maka perusahaan tersebut telah memberikan sebagian kepemilikannya untuk dapat dimiliki oleh pihak lain, baik individu maupun kelompok. Pasar modal merupakan salah satu tempat untuk bisa memiliki sebagian kepemilikan berupa saham.

Menurut **Tendelilin (2010: 2)** investasi didefinisikan sebagai berikut:

“Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa yang akan datang.”

Investasi merupakan sejumlah uang atau harta (aktiva) yang dapat digunakan dalam jangka waktu panjang untuk memperoleh keuntungan dimasa datang. Investasi yang dilakukan perusahaan untuk memperlancar proses operasinya berupa investasi pada aset dan pada modal kerja.

2.2.1 Keputusan Investasi

Keputusan investasi berhubungan langsung dengan perusahaan, dalam artian bahwa keputusan investasi erat kaitannya dengan kegiatan investasi yang dilakukan oleh perusahaan. **Sudana (2011: 6)** menyatakan bahwa: “keputusan investasi berkaitan dengan proses pemilihan satu atau lebih alternatif investasi yang dinilai menguntungkan dari sejumlah alternatif investasi yang tersedia bagi perusahaan”.

Suatu investasi dikatakan menguntungkan (*profitable*) kalau investasi tersebut bisa membuat pemodal menjadi lebih kaya. Dengan kata lain, kemakmuran pemodal menjadi lebih besar setelah melakukan investasi. Pengertian ini konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan (**Husnan dan Pudjiastuti, 2004: 6**). Perusahaan menggunakan dana dengan harapan mampu menghasilkan kas balik (*cash in flow*) pada waktu mendatang

melebihi nilai investasi awal selama satu periode. Keputusan investasi dimulai dengan identifikasi peluang investasi, yang sering disebut dengan proyek investasi modal. Manajer keuangan harus membantu perusahaan mengidentifikasi tiap proyek. Keputusan investasi juga disebut dengan keputusan penganggaran modal, karena sebagian besar perusahaan mempersiapkan anggaran tahunan yang terdiri dari investasi modal yang disahkan (**Brealey, Myers, Marcus, 2008: 8**).

Keputusan investasi berhubungan langsung dengan perusahaan, dalam artian bahwa keputusan investasi erat kaitannya dengan kegiatan investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Menurut **Riyanto (2008: 256)**, keputusan investasi mungkin merupakan keputusan yang paling penting di antara ketiga bidang keputusan lainnya, karena keputusan mengenai investasi ini akan berpengaruh secara langsung terhadap besarnya rentabilitas investasi dan aliran kas perusahaan untuk waktu-waktu yang berikutnya. *Capital budgeting* yang merupakan aspek utama dari jenis keputusan ini, adalah pengalokasian dana yang pada berbagai usul investasi yang manfaatnya baru dirasakan di waktu yang akan datang. Dengan demikian keputusan investasi ini akan menentukan keseluruhan jumlah aset yang ada pada perusahaan. Komposisi dari aset-aset tersebut, serta tingkat risiko usahanya.

2.2.2 Teori yang Melatarbelakangi Keputusan Investasi

1. Signalling Theory

Menurut **Brigham dan Houston (2001: 78)** isyarat atau sinyal adalah adalah salah satu tindakan yang diambil perusahaan untuk memberi petunjuk

bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan publik.

Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Michael Spense di dalam artikelnya tahun 1973. Teori tersebut menyatakan bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006: 5). Teori ini menunjukkan bahwa pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal, khususnya kepada investor maupun kreditur bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh di masa mendatang. Pengeluaran investasi yang dilakukan oleh manajer pastinya telah memperhitungkan *return* yang akan diterima dan hal tersebut sudah pasti akan memilih pilihan yang paling menguntungkan perusahaan.

2. *Fisherian's Theory*

Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Irving Fisher, yang merupakan ekonom neoklasik berkebangsaan Amerika. Teori tersebut menyatakan bahwa dengan adanya asimetri informasi antara investor dengan manajemen maka investor sebagai pihak luar tidak dapat melihat perilaku manajemen dalam membuat keputusan investasi sehingga akan melakukan investigasi perilaku manajer melalui sisi lain. Perilaku-perilaku manajer lainnya yang dapat

menunjukkan pembuatan keputusan investasi adalah melalui kebijakan struktur modal.

2.2.3 Mengukur Tingkat Investasi

Keputusan investasi yang dilakukan oleh manajemen perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki pilihan-pilihan atau kesempatan investasi (*investment opportunity set - IOS*) untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Keputusan investasi sering digambarkan oleh banyak peneliti dalam *Investment Opportunity Set (IOS)*.

Secara umum dapat dikatakan bahwa IOS menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat bergantung pada pilihan pengeluaran modal yang dilakukan perusahaan di masa yang akan datang. Hal tersebut yang menyebabkan IOS tidak dapat di observasi sehingga membutuhkan proksi untuk mengukurnya.

Kallapur dan Trombley (**Hasnawati, 2005: 118**), tiga proksi IOS yang banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya adalah:

- (1) Proksi IOS berbasis harga (*price based proxies*), mendasarkan pada perbedaan antara asset dan nilai pasar saham. Jadi proksi ini sangat tergantung pada harga saham. Proksi ini mendasarkan pada suatu ide yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dengan harga saham, selanjutnya perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif

dari aktiva-aktiva yang dimiliki (*assets in place*). Rasio-rasio yang telah digunakan beberapa penelitian yang berkaitan dengan proksi pasar yaitu:

1. *Market to book value equity*
2. *Tobin's Q*
3. *Ratio of property, plant, and equipment to firm value*
4. *Ratio of depreciation to firm value*
5. *Market to book value of assets*
6. *Earning to prove ratio*

(2) Proksi IOS berbasis investasi (*investment based proxies*) menunjukkan tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan IOS perusahaan. Perusahaan dengan IOS tinggi akan memiliki investasi yang tinggi. Selanjutnya ditemukan bahwa aktivitas investasi modal yang diukur dengan *ratio capital expenditures to assets* sebagai proksi IOS mempunyai hubungan positif dengan realisasi pertumbuhan. Rasio yang sering digunakan oleh peneliti antara lain:

1. Rasio *investment to net sales*
2. Rasio *capital expenditure to book value asset*
3. Rasio *capital expenditure to market value of asset*

(3) Proksi IOS berbasis varian (*variance measure*), mendasarkan pada ide pilihan akan menjadi lebih bernilai sebagai variabilitas dari return dengan dasar pada peningkatan asset. Ukuran yang digunakan dalam beberapa penelitian antara lain:

1. *Varian return*
2. *Beta asset*

Proksi IOS yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Market to Book Value of Equity Ratio* (MBVE), dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{MBVE} = \frac{\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Closing Price}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Keterangan :

Jumlah lembar saham yang beredar = Jumlah lembar saham beredar

Closing Price = Harga jual penutupan saham Akhir

Market to Book Value of Equity adalah rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar, merupakan alat untuk mengukur IOS yang dianggap paling baik untuk menggambarkan IOS perusahaan. Rasio ini mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya.

2.3 Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan menurut **Husnan dan Pudjiastuti (2004: 251)** adalah menyangkut keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan. Keputusan ini merupakan keputusan manajemen keuangan dalam melakukan pertimbangan dan analisis perpaduan antar sumber-sumber dana yang paling ekonomis bagi perusahaan untuk mendanai kebutuhan-kebutuhan investasi serta kegiatan operasional perusahaan. Ketersediaan dana yang akan digunakan untuk mendanai berbagai alternatif

investasi ini dapat dilihat dari struktur modal perusahaan dengan cara mengamati neraca pada sisi pasivanya.

Keputusan pendanaan oleh manajemen akan berpengaruh pada penilaian perusahaan yang terefleksi di harga saham. Oleh karena itu, salah satu tugas manajer keuangan adalah menentukan kebijakan pendanaan yang dapat memaksimalkan harga saham yang merupakan cerminan dari suatu nilai perusahaan (**Harmono, 2011: 137**).

Keputusan pendanaan ini sering disebut juga sebagai kebijakan struktur modal. Pada keputusan ini manajer keuangan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi dari sumber-sumber dana yang ekonomis bagi perusahaan guna membelanjai kebutuhan-kebutuhan investasi serta usahanya.

2.3.1 Struktur Modal

Ada beberapa pengertian struktur modal. Menurut Weston dan Copeland, bahwa *capital structure or the capitalization of the firm is the permanent financing represented by long-term debt, preferred stock and shareholder's equity*. Sedangkan Joel G. Siedel dan Jae K. Shim mengatakan *Capital structure* (struktur modal) adalah komposisi saham biasa, saham preferen dan berbagai kelas seperti itu, laba yang ditahan, dan utang jangka panjang yang dipertahankan oleh kesatuan usaha dalam mendanai aktiva.

Sehingga dapat dimengerti bahwa struktur modal merupakan gambaran dari bentuk proporsi finansial perusahaan yaitu antara modal yang dimiliki yang bersumber dari utang jangka panjang (*long-term liabilities*) dan modal sendiri

(*shareholder's equity*) yang menjadi sumber pembiayaan suatu perusahaan. Dipertegas oleh Jones bahwa struktur modal suatu perusahaan terdiri dari *long-term debt* dan *shareholder's equity*, dimana *shareholder's equity* terdiri dari *preferred stock* dan *common equity*, dan *common equity* itu sendiri adalah terdiri dari *common stock* dan *retained earnings* (Irham Fahmi, 2013: 179).

2.3.2 Teori Struktur Modal

Teori struktur modal dicetuskan oleh Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller (selanjutnya disebut MM), yaitu:

1. Teori *Trade-Off*

Teori ini disebut sebagai “teori pertukaran *leverage*” (*the trade-off theory of leverage*), dimana perusahaan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan utang (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan). Di dalam teori *trade-off* menyatakan bahwa setiap perusahaan memiliki tingkat utang yang optimal di dalam struktur modalnya disebabkan oleh keuntungan dan biaya dari utang. Artinya, perusahaan yang memiliki utang 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 membagikan dividen kepada para pemegang saham.

2. Teori Pengisyaratan

Teori alternatif untuk struktur modal berhubungan dengan isyarat yang diberikan kepada investor melalui keputusan suatu perusahaan untuk menggunakan utang atau saham dalam memperoleh modal baru. Penggunaan saham merupakan isyarat negatif, sedangkan penggunaan utang merupakan isyarat positif atau paling tidak merupakan isyarat yang netral. Akibatnya, perusahaan berusaha menghindari penerbitan saham dengan mempertahankan suatu kapasitas cadangan untuk meminjam, dan ini berarti menggunakan lebih sedikit utang pada saat normal daripada yang disarankan oleh teori *trade-off*.

MM berasumsi bahwa investor memiliki informasi yang sama tentang prospek sebuah perusahaan seperti para manajernya, hal ini disebut informasi simetris (*symmetric information*). Namun kenyataannya, para manajer seringkali memiliki informasi yang lebih baik daripada investor pihak luar, hal ini disebut informasi asimetris (*asymmetric information*). Dan memiliki pengaruh yang penting pada struktur modal yang optimal.

Menurut **Irham Fahmi (2013: 187)**, teori struktur modal adalah sebagai berikut:

1. *Balancing Theories*

Balancing theories merupakan suatu kebijakan yang ditempuh oleh perusahaan untuk mencari dana tambahan dengan cara mencari pinjaman baik ke perbankan atau juga dengan menerbitkan obligasi (*bonds*). Ada

beberapa bentuk risiko yang harus ditanggung oleh perusahaan pada saat kebijakan *balancing theories* diterapkan, yaitu:

- a. Jika perusahaan meminjam dana ke perbankan maka dibutuhkan jaminan atau agunan seperti tanah, gedung, kendaraan, dan sejenisnya. Dan jika angsuran kredit tersebut terlambat dibayar perbankan akan memberikan teguran dalam bentuk lisan atau tulisan. Persoalannya adalah seandainya perusahaan tidak mampu lagi membayar angsuran di atas batas waktu yang ditentukan / ditolerir maka agunan tersebut diambil dan di lelang oleh perbankan untuk menutupi kerugiannya sejumlah nilai pinjaman. Artinya perusahaan telah kehilangan aset yang digunakan tersebut.
- b. Jika kebutuhan dana dengan cara menjual obligasi. Bentuk risiko yang dihadapi adalah jika seandainya tidak sanggup membayar bunga obligasi secara tepat waktu atau bergeser dari waktu yang disepakati maka perusahaan harus melakukan berbagai kebijakan untuk mengatasi ini, termasuk mengonversi dari pemegang obligasi ke pemegang saham.
- c. Risiko selanjutnya terhadap masalah yang dialami oleh perusahaan tersebut adalah telah menyebabkannya nilai perusahaan di mata publik terjadi penurunan, karena publik menilai kinerja keuangan perusahaan tidak baik khususnya dalam kemampuan manajemen struktur modal (*capital structure management*).

2. *Pecking Order Theories*

Pecking order theories merupakan suatu kebijakan yang ditempuh oleh suatu perusahaan untuk mencari tambahan dana dengan cara menjual aset yang dimilikinya. Seperti menjual gedung (*build*), tanah (*land*), peralatan (*inventory*) yang dimilikinya dan aset-aset lainnya, termasuk dengan menerbitkan dan menjual saham di pasar modal (*capital market*) dan dana yang berasal dari laba ditahan (*retained earnings*).

Sumber dana yang berasal dari penjualan saham di pasar modal biasanya dilakukan oleh perusahaan yang ingin *go public*. Saat pertama sekali perusahaan *go public* dan menjual sahamnya di pasar perdana disebut dengan *Initial Public Offering* (IPO). Adapun alternatif lain untuk pembiayaan modal sendiri adalah laba ditahan.

2.3.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Penggunaan dana dari sumber pinjaman sering dikaji dari segi rasio *leverage*. Rasio *leverage* adalah kemampuan suatu perusahaan dalam menjalankan aktivitasnya dimana dana yang dipakai bersumber dari hasil pinjaman. Kondisi memperkuat struktur modal perusahaan yang berasal dari pinjaman ini sangat dipengaruhi dari beberapa faktor.

Menurut **Brigham & Houston (2001: 39)**, faktor-faktor yang berpengaruh dalam pengambilan keputusan struktur modal antara lain:

1. Stabilitas Penjualan

Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

2. Struktur Aset

Perusahaan yang asetnya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan utang. Aset multi guna yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan merupakan jaminan yang baik, sedangkan aset yang hanya digunakan untuk tujuan tertentu tidak begitu baik untuk dijadikan jaminan.

3. *Leverage* Operasi

Perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar *leverage* keuangan karena ia akan membiayai risiko bisnis yang lebih kecil.

4. Tingkat Pertumbuhan

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Lebih jauh lagi, biaya pengembangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat utang. Namun pada saat yang sama perusahaan yang tumbuh dengan pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginannya untuk menggunakan utang.

5. Profitabilitas

Seringkali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil. Tingkat pengembaliannya yang tinggi memungkinkan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal.

6. Pajak

Bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan, dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi. Karena itu, makin tinggi tarif pajak perusahaan, makin besar manfaat penggunaan utang.

7. Pengendalian

Pengaruh utang lawan saham terhadap posisi pengendalian manajemen dapat mempengaruhi struktur modal. Apabila manajemen saat ini mempunyai hak suara untuk mengendalikan perusahaan tetapi sama sekali tidak diperkenankan untuk membeli saham tambahan, mereka akan memilih utang untuk pembiayaan baru. Di lain pihak, manajemen mungkin memutuskan untuk menggunakan ekuitas jika kondisi keuangan perusahaan sangat lemah sehingga penggunaan utang dapat membawa perusahaan pada risiko kebangkrutan, karena jika perusahaan jatuh bangkrut, para manajer tersebut akan kehilangan pekerjaan.

8. Sikap Manajemen

Sejumlah manajemen cenderung lebih konservatif daripada manajemen lainnya, sehingga menggunakan jumlah utang yang lebih kecil daripada rata-rata perusahaan dalam industri yang bersangkutan, sementara manajemen lain lebih cenderung menggunakan banyak utang dalam usaha mengejar laba yang lebih tinggi.

9. Sikap Pemberi Pinjaman dan Lembaga Penilai Peringkat

Tanpa memperhatikan analisis para manajer atas faktor-faktor *leverage* yang tepat bagi perusahaan mereka, sikap para pemberi pinjaman dan perusahaan penilai peringkat (*rating agency*) seringkali mempengaruhi keputusan struktur keuangan. Dalam sebagian besar kasus, perusahaan membicarakan struktur modalnya dengan pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat serta sangat memperhatikan masukan yang diterima

10. Kondisi Pasar

Kondisi pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka panjang dan pendek yang dapat sangat berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan yang optimal. Karena itu, perusahaan yang berperingkat rendah yang membutuhkan modal terpaksa beralih ke pasar saham atau pasar utang jangka pendek, tanpa memperhatikan struktur modal yang ditargetkan.

11. Kondisi Internal Perusahaan

Kondisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkan.

12. Fleksibilitas Keuangan

Fleksibilitas keuangan jika dilihat dari sudut pandang operasional, berarti mempertahankan kapasitas cadangan yang memadai. Menentukan kapasitas cadangan yang memadai tersebut bersifat pertimbangan, tetapi hal itu jelas bergantung pada faktor-faktor seperti ramalan kebutuhan dana perusahaan, ramalan kondisi pasar modal, keyakinan manajemen atas ramalannya, dan berbagai akibat dari kekurangan modal.

2.3.4 Mengukur Sumber Modal Perusahaan

Keputusan pendanaan dapat dianalisis dengan menggunakan rasio *Debt to Asset Ratio* (DAR). Menurut **Brigham & Houston (2010: 143)**, rasio total utang terhadap total aset, yang umumnya disebut rasio utang (*debt ratio*) ini mengukur presentase dana yang diberikan oleh kreditor seperti yang dinyatakan berikut ini:

$$\text{Debt to Asset Ratio} = \frac{\text{Total Debt} \times 100\%}{\text{Total Assets}}$$

Total utang merupakan seluruh kewajiban lancar dan utang jangka panjang. Kreditor lebih menyukai rasio utang yang rendah karena makin rendah rasio utang, makin besar perlindungan terhadap kerugian kreditor. Di sisi lain, pemegang saham mungkin menginginkan lebih banyak *leverage* karena akan memperbesar laba yang diharapkan (**Brigham & Houston, 2010: 143**)

2.4 Dividen

Pengertian dividen menurut **Baridwan (2006: 430)**, adalah pembagian kepada pemegang saham perusahaan yang sebanding dengan jumlah lembar yang dimiliki. Sedangkan menurut **Hanafi (2012: 361)** dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain*.

Dividen merupakan variabel pengembalian utama dimana pemilik dan investor akan menentukan nilai saham. Dividen tunai adalah sumber dan aliran kas untuk pemegang saham dan memberikan informasi tentang kinerja perusahaan saat ini dan akan datang. Dividen tersebut didapat dari perusahaan sebagai distribusi yang dihasilkan oleh operasi perusahaan. Sedangkan laba ditahan merupakan pendapat yang tidak dibagikan sebagai dividen karenanya merupakan bentuk pembiayaan intern (**Sundjaja & Barlian, 2002: 323**).

2.4.1 Jenis-Jenis Dividen

Terdapat berbagai jenis dividen yang dibagikan perusahaannya kepada pemegang saham. Hal ini tergantung dengan kebijakan yang diambil oleh perusahaan dan keputusan RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Adapun jenis-jenis dividen menurut **Baridwan (2006: 434)** yaitu sebagai berikut:

1. Dividen Kas (*Cash Dividend*)

Dividen yang paling umum dibagikan oleh perusahaan adalah dalam bentuk kas. Yang perlu diperhatikan oleh pimpinan perusahaan sebelum membuat pengumuman adanya dividen kas ialah apakah jumlah uang kas yang ada mencukupi untuk pembagian dividen tersebut.

2. Dividen Aktiva Selain Kas (*Property Dividends*)

Kadang-kadang dividen dibagikan dalam bentuk aktiva selain kas, dividen dalam bentuk ini disebut *property dividend*. Aktiva yang dibagikan bisa berbentuk surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan, barang dagangan atau aktiva-aktiva lain.

3. Dividen Utang (*Scrip Dividends*)

Dividen utang (*scrip dividends*) timbul apabila laba tidak dibagi itu saldonya mencukupi untuk pembagian dividen, tetapi saldo kas yang ada tidak cukup. Sehingga pimpinan perusahaan akan mengeluarkan *scrip dividends* yaitu janji tertulis untuk membayar jumlah tertentu di waktu yang akan datang.

4. Dividen Likuidasi

Yang dimaksud dengan dividen likuidasi adalah dividen yang sebagian merupakan pengembalian modal. Dividen likuidasi ini dicatat dengan mendebit rekening pengembalian modal yang dalam neraca dilaporkan sebagai pengurang modal.

5. Dividen Saham (*Stock Dividend*)

Dividen saham adalah pembagian tambahan saham, tanpa dipungut pembayaran kepada para pemegang saham, sebanding dengan saham-saham yang dimilikinya.

Dalam penelitian ini penulis menggunakan jenis dividen kas untuk kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan, yang pada umumnya

perusahaan membayarkan dividennya berupa kas, seperti yang dikatakan oleh **Brealey, Myers, dan Allen (2008: 444):**

“Most companies pay a regular cash dividend each quarter”.

Artinya bahwa kebanyakan perusahaan membayarkan dividen dalam bentuk kas setiap kuartal.

Selain jenis-jenis dividen diatas, ada juga yang disebut dividen interim. Dividen interim adalah dividen tunai yang dibayarkan sebelum tahun buku perseroan berakhir.

2.4.2 Prosedur Pembayaran Dividen

Prosedur pembayaran dividen menurut **Brigham dan Houston (2011: 227)** adalah sebagai berikut:

1. Tanggal Deklarasi (*Declaration Date*)

Tanggal deklarasi adalah tanggal di mana direksi suatu perusahaan mengeluarkan pernyataan yang mendeklarasikan dividen. Untuk tujuan akuntansi, dividen yang dideklarasikan menjadi kewajiban akrual pada tanggal deklarasi. Jika perusahaan menyusun neraca, jumlah (besarnya dividen per lembar saham dikali jumlah lembar saham beredar) akan disajikan sebagai kewajiban lancar, dan laba ditahan akan berkurang sebesar jumlah tersebut.

2. Tanggal Pemilik Tercatat (*Holder-of-Record Date*)

Jika perusahaan menyusun daftar pemegang saham sebagai pemilik pada tanggal ini, maka pemegang saham tersebut akan menerima dividen.

3. Tanggal Eks-Dividen (*Ex-Dividend Date*)

Tanggal eks-dividen adalah tanggal ketika hak atas dividen meninggalkan saham, atau tanggal di mana hak atas dividen berjalan tidak lagi dimiliki oleh suatu saham; biasanya dua hari kerja sebelum tanggal pemilik tercatat.

4. Tanggal Pembayaran (*Payment Date*)

Tanggal pembayaran adalah tanggal di mana perusahaan benar-benar mengirimkan cek pembayaran dividen.

2.4.3 Kebijakan Dividen

Pengertian kebijakan dividen menurut **Martono dan Harjito (2010: 253)** yaitu:

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

Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Rasio ini menunjukkan presentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa perusahaan berupa dividen kas. Apabila laba perusahaan yang ditahan lebih besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Dengan demikian aspek penting dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang sesuai di antara pembayaran laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan perusahaan.

Ketika perusahaan menetapkan suatu kebijakan dan memperhatikan sejumlah hal, pertimbangan-pertimbangan ini harus dikaitkan kembali ke teori pembayaran dividen dan penilaian perusahaan. Berikut ini beberapa pertimbangan manajerial dalam pembayaran dividen menurut **Martono dan Harjito (2010: 255)**:

1. **Kebutuhan Dana Bagi Perusahaan**

Semakin besar kebutuhan dana perusahaan berarti semakin kecil kemampuan untuk membayar dividen. Penghasilan perusahaan akan digunakan terlebih dahulu untuk memenuhi dananya (semua proyek investasi yang menguntungkan) baru sisanya untuk pembayaran dividen.

2. **Likuiditas Perusahaan**

Likuiditas perusahaan merupakan salah satu pertimbangan utama dalam kebijakan dividen. Karena dividen merupakan arus kas keluar, maka semakin besar jumlah kas yang tersedia dan likuiditas perusahaan, semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Apabila manajemen ingin memelihara likuiditas dalam mengantisipasi adanya ketidakpastian dan agar mempunyai fleksibilitas keuangan, kemungkinan perusahaan tidak akan membayar dividen dalam jumlah yang besar.

3. **Kemampuan untuk Meminjam**

Posisi likuiditas bukanlah satu-satunya cara untuk menunjukkan fleksibilitas dan perlindungan terhadap ketidakpastian. Apabila perusahaan mempunyai kemampuan yang tinggi untuk mendapatkan pinjaman, hal ini merupakan fleksibilitas keuangan yang tinggi sehingga kemampuan untuk

membayar dividen juga tinggi. Jika perusahaan memerlukan pendanaan melalui hutang, manajemen tidak perlu mengkhawatirkan pengaruh dividen kas terhadap likuiditas perusahaan.

4. Pembatasan-pembatasan dalam Perjanjian Utang

Ketentuan perlindungan (*protective covenant*) dalam suatu perjanjian utang sering mencantumkan pembatasan terhadap pembayaran dividen. Pembatasan ini digunakan oleh para kreditur untuk menjaga kemampuan perusahaan tersebut membayar utangnya. Biasanya, pembatasan ini dinyatakan dalam presentase maksimum dari laba kumulatif. Apabila pembatasan ini dilakukan, maka manajemen perusahaan dapat menyambut baik pembatasan dividen yang dikenakan para kreditur, karena dengan demikian manajemen tidak harus mempertanggungjawabkan penahanan laba kepada para pemegang saham. Manajemen hanya perlu mentaati pembatasan tersebut.

5. Pengendalian Perusahaan

Apabila suatu perusahaan membayardividen yang sangat besar, maka perusahaan mungkin menaikkan modal di waktu yang akan datang melalui penjualan sahamnya untuk membiayai kesempatan investasi yang menguntungkan. Dengan bertambahnya jumlah saham yang beredar, ada kemungkinan kelompok pemegang saham tertentu tidak lagi dapat mengendalikan perusahaan karena jumlah saham yang mereka kuasai menjadi berkurang dari seluruh saham yang beredar. Oleh karena itu,

dianggap berbahaya bila perusahaan terlalu besar membayar dividennya, sehingga pengendalian perusahaan menjadi berpindah tangan.

2.4.4 Teori Kebijakan Dividen

Menurut **Brigham dan Houston (2011: 211)**, ada beberapa teori kebijakan dividen yang dikemukakan oleh para ahli keuangan seperti Modigliani dan Miller; serta Gordon dan Linter. Teori-teori tersebut diantaranya:

1. Teori Dividen Irelevan (*Dividend Irrelevant Theory*)

Profesor Merton Miller dan Franco Modigliani (MM) mengemukakan teori bahwa kebijakan dividen tidak berdampak pada harga saham maupun biaya modal suatu perusahaan; kebijakan dividen merupakan sesuatu yang irelevan (*irrelevant*). MM mengembangkan teori mereka berdasarkan sekumpulan asumsi yang ketat, dan berdasarkan asumsi tersebut mereka membuktikan bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh profitabilitas dasar dan risiko usahanya.

2. Teori Burung di Tangan (*Bird-in-the-Hand Theory*)

Teori dimana nilai perusahaan akan maksimal ataupun meningkat dengan rasio pembayaran dividen yang tinggi. Pendapat Myron Gordon dan John Lintner diberi nama *Bird-in-the-hand theory*, karena menurut mereka investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain*. Gordon – Lintner beranggapan bahwa investor memandang satuburung lebih berharga daripada seribu burung di udara.

3. *Tax Preference Theory*

Teori ini berpendapat bahwa karena dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividen yield* yang tinggi. Teori ini menyarankan bahwa perusahaan lebih baik menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

2.4.5 Bentuk-bentuk Kebijakan Dividen

Salah satu kebijakan yang harus diambil oleh manajemen adalah memutuskan apakah laba yang diperoleh oleh perusahaan selama satu periode akan dibagi semua atau dibagi sebagian untuk dividen dan sebagian lagi tidak dibagi dalam bentuk laba ditahan. Menurut **Sutrisno (2012: 268)**, ada beberapa bentuk pemberian dividen secara tunai atau *cash dividend* yang diberikan oleh perusahaan kepada pemegang saham. Bentuk kebijakan tersebut adalah:

1. Kebijakan Pemberian Dividen Stabil

Kebijakan pemberian dividen yang stabil ini artinya dividen akan diberikan secara tetap per lembarnya untuk jangka waktu tertentu walaupun laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi. Dividen stabil ini dipertahankan untuk beberapa tahun, dan kemudian bila laba yang diperoleh, meningkat dan peningkatannya mantap dan stabil, maka dividen juga akan ditingkatkan untuk selanjutnya dipertahankan selama beberapa tahun.

2. Kebijakan Dividen yang Meningkatkan

Dengan kebijakan ini, perusahaan akan membayarkan dividen kepada pemegang saham dengan jumlah yang selalu meningkat dengan pertumbuhan yang stabil.

3. Kebijakan Dividen dengan Ratio yang Konstan

Kebijakan ini memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh oleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh semakin besar dividen yang dibayarkan, demikian pula sebaliknya bila laba kecil dividen yang dibayarkan juga kecil.

4. Kebijakan Pemberian Dividen Reguler yang Rendah Ditambah Ekstra

Kebijakan pemberian dividen dengan cara ini, perusahaan menentukan jumlah pembayaran dividen per lembar yang dibagikan kecil, kemudian ditambahkan dengan ekstra dividen bila keuntungannya mencapai jumlah tertentu.

2.4.6 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham akan mengurangi kesempatan perusahaan untuk mendapatkan sumber dana intern dalam rangka mengadakan reinvestasi, sehingga dalam jangka panjang akan menurunkan nilai perusahaan, sebab pertumbuhan dividen akan semakin berkurang. Oleh karena itu tugas manajer keuangan untuk bisa menentukan kebijakan dividen yang optimal agar bisa menjaga nilai perusahaan (**Sutrisno, 2012: 267**). Adapun 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

Cash dividend merupakan arus kas keluar bagi perusahaan, oleh karena itu bila perusahaan membayarkan dividen berarti harus bisa menyediakan uang kas yang cukup banyak dan ini akan menurunkan tingkat likuiditas perusahaan. Bagi perusahaan yang kondisi likuiditasnya kurang baik, biasanya *dividend payout rasionya* kecil, sebab sebagian besar laba digunakan untuk menambah likuiditasnya. Namun perusahaan yang sudah mapan dengan likuiditas yang baik cenderung memberikan dividen lebih besar.

3. Kebutuhan untuk Melunasi Utang

Salah satu sumber dana perusahaan adalah dari kreditor berupa utang, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Semakin banyak utang yang harus dibayar semakin besar dana yang harus disediakan sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Di samping itu, dengan jatuh temponya utang, berarti dana utang tersebut harus diganti. Alternatif mengganti dana utang bisa dengan

mencari utang baru atau *me-roll-over* utang, 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 kebutuhan dana untuk membiayai perluasan tersebut. Kebutuhan dana dalam rangka ekspansi tersebut bisa dipenuhi baik dari utang, 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 rationya*.

5. Kesempatan Investasi

Kesempatan investasi juga merupakan faktor yang mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagi. 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 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 ini tentunya akan mengurangi kekuasaan pemilik lama dalam mengendalikan perusahaan. Jika dibelanjai dari utang risikonya cukup besar. Oleh karena itu perusahaan cenderung tidak membagi dividennya agar pengendalian tetap berada ditangannya.

2.4.7 Mengukur Tingkat Pembayaran Dividen

Besarnya laba yang dibagikan kepada pemegang saham disebut *dividend payout*. *Dividend Payout Ratio* (DPR) menentukan jumlah laba yang dapat ditahan perusahaan sebagai sumber pembelanjaan. DPR adalah presentase dari setiap rupiah yang dihasilnya dibagikan kepada pemilik dalam bentuk tunai, dihitung dengan membagi dividen kas per saham dengan laba per saham (Sundjaja dan Barlian, 2002: 342). Semakin tinggi rasio ini akan menguntungkan para investor tetapi akan memperlemah *internal financial*

perusahaan karena memperkecil laba ditahan. Sebaliknya rasio yang semakin kecil akan merugikan para pemegang saham (investor) tetapi *internal financial* perusahaan akan semakin kuat.

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

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

Sedangkan pengertian *Dividend Payout Ratio* menurut **Gitman (2006: 611)** adalah:

“Dividend Payout Ratio indicates the percentage of each earned that is distributed to the owners in the form of cash. It is calculate by dividing the firm cash dividend per share by earning per share”

Dari kutipan di atas dapat diartikan bahwa *Dividend Payout Ratio* mengindikasikan persentase dari setiap dolar yang akan diperoleh yang dibagikan kepada pemilik saham dalam bentuk tunai. Pembagiannya dihitung dengan membagikan dividen dalam bentuk kas per lembar saham dengan laba per lembar saham. *Dividend Payaout Ratio* 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.

Rumus *Dividend Payout Ratio* menurut **Irham Fahmi (2013: 139)** adalah:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}} \times 100\%$$

Dimana:

$$\textit{Dividend Per Share} = \frac{\textit{Jumlah dividen yang dibayarkan}}{\textit{Jumlah lembar saham}}$$

$$\textit{Earning Per Share} = \frac{\textit{Laba setelah pajak}}{\textit{Jumlah saham yang beredar}}$$

Alasan mengapa *Dividend Payout Ratio* dipilih dalam penelitian ini adalah bahwa *Dividend Payout Ratio* lebih dapat menggambarkan perilaku oportunistik manajerial yaitu dengan melihat berapa besar keuntungan yang dibagikan kepada *shareholder* sebagai dividen dan berapa yang disimpan di perusahaan.

2.5 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu dipakai untuk membedakan antara penelitian ini dan penelitian-penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya. Kesimpulan dari beberapa hasil penelitian terdahulu dan perbedaan-perbedaannya dirangkum dalam tabel 2.1 dengan menyebutkan variabel dan objek penelitian yang berbeda.

Tabel 2.1 Rangkuman Penelitian Terdahulu

No.	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Indikator	Hasil Penelitian	Perbedaan
1	Pengaruh Keputusan Pendanaan dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia (Raissa Dwi Febriani, 2014)	- Keputusan Pendanaan - Keputusan Investasi - Nilai Perusahaan	- Keputusan Pendanaan = DER (<i>Debt to Equity Ratios</i>) - Keputusan Investasi = PER (<i>Price Earning Ratios</i>) - Nilai Perusahaan = PBV (<i>Price Book Value</i>)	- Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia dengan hasil uji korelasi menunjukkan hubungan yang sedang sebesar 0,538 dan hasil uji koefisien determinasi sebesar 28,9%. - Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang menunjukkan hubungan yang kuat sebesar 0,638 dan hasil uji koefisien	- Perbedaan penelitian Raissa (2014) dengan penelitian penulis adalah penulis menambahkan variabel kebijakan dividen pada penelitiannya. - Pada indikator penelitian penulis menggunakan MBVE untuk keputusan investasi, DAR untuk keputusan pendanaan, DPR untuk kebijakan dividen, dan PER untuk proksi nilai perusahaan. - Subjek penelitian terdahulu dilakukan pada perusahaan

				<p>determinasi sebesar 39,4%.</p> <p>- Keputusan pendanaan dan keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan industri manufaktur dengan hasil uji korelasi menunjukkan hubungan yang sedang sebesar 0,559 dan hasil uji koefisien determinasi sebesar 31,3%.</p>	<p>industri manufaktur tahun 2008-2011, sedangkan subjek penelitian penulis dilakukan pada sub sektor pertambangan batubara yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013.</p>
2	<p>Pengaruh Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan (Athian Raharja, 2014)</p>	<p>- Kebijakan Hutang - Kebijakan Dividen - Nilai Perusahaan</p>	<p>- Kebijakan Hutang = DER (<i>Debt to Equity Ratio</i>) - Kebijakan Dividen = DPR (<i>Dividend Payout Ratio</i>) - Nilai Perusahaan = PBV</p>	<p>- Hasil uji hipotesis menunjukkan kebijakan hutang pada sektor manufaktur tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan karena $t_{tabel} 1.978 > t_{hitung}$</p>	<p>- Perbedaan penelitian Athian (2014) dengan penelitian penulis adalah penulis menambahkan variabel keputusan investasi pada penelitiannya.</p>

			(<i>Price Book Value</i>)	<p>-1.629, dengan demikian hipotesis ditolak.</p> <p>- Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan hasil uji hipotesis $t_{tabel} 1.978 < t_{hitung} 2.366$.</p> <p>- Kebijakan hutang dan kebijakan dividen berpengaruh bersama-sama terhadap nilai perusahaan.</p>	<p>- Pada indikator penelitian penulis menggunakan MBVE untuk keputusan investasi, DAR untuk keputusan pendanaan, dan PER untuk proksi nilai perusahaan.</p> <p>- Subjek penelitian terdahulu dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012, sedangkan subjek penelitian penulis dilakukan pada sub sektor pertambangan batubara yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013.</p>
3	Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan	<p>- Keputusan Investasi</p> <p>- Keputusan Pendanaan</p>	- Keputusan Investasi = PER (<i>Price Earning</i>	- Keputusan investasi berpengaruh positif	- Perbedaan penelitian Annisa (2013) dengan

<p>Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan LQ45 Di Bursa Efek Indonesia. (Annisa Puspita, 2013)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Kebijakan Dividen - Nilai Perusahaan 	<p><i>Ratios</i>)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Keputusan Pendanaan = DER (<i>Debt to Equity Ratios</i>) - Kebijakan Dividen = DPR (<i>Dividend Payout Ratio</i>) - Nilai Perusahaan = PBV (<i>Price Book Value</i>) 	<p>terhadap nilai perusahaan sebesar 24% dengan tingkat signifikansi 0,001.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan 0,5%. - Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan sebesar 4,2%. - Secara simultan, keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 28,7% dengan tingkat signifikansi 0,001. 	<p>penelitian penulis adalah pada indikator penelitian penulis menggunakan MBVE untuk keputusan investasi, DAR untuk keputusan pendanaan, dan PER untuk proksi nilai perusahaan.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Subjek penelitian terdahulu dilakukan pada perusahaan yang termasuk dalam LQ45 di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2012, sedangkan subjek penelitian penulis dilakukan pada sub sektor pertambangan batubara yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013.
--	---	--	---	---

4	<p>Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan di Sektor <i>Property, Real Estate & Building Construction</i> yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2012. (Tri Wahyuni, Endang Ernawati; Dr. Werner R Murhadi, 2013)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Nilai Perusahaan - Keputusan Investasi - Keputusan Pendanaan - Kebijakan Dividen - Ukuran Perusahaan - Profitabilitas - Kepemilikan Institusional 	<ul style="list-style-type: none"> - Nilai Perusahaan = RS (<i>Return saham</i>) - Keputusan Investasi = PER (<i>Price Earning Ratio</i>) - Keputusan Pendanaan = DER (<i>Debt to Equity Ratio</i>) - Kebijakan Dividen = DPR (<i>Dividend Payout Ratio</i>) - Ukuran Perusahaan = SIZE (Total Aset) - Profitabilitas = ROE (<i>Return on Equity</i>) - Kepemilikan Institusional = KI 	<ul style="list-style-type: none"> - Keputusan investasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. - Keputusan pendanaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. - Kebijakan Dividen memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. - Ukuran Perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. - Profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai 	<ul style="list-style-type: none"> - Perbedaan penelitian Tri Wahyuni, Endang Ernawati; Dr. Werner R Murhadi (2013) dengan penelitian penulis adalah pada indikator penelitian penulis menggunakan MBVE untuk keputusan investasi, DAR untuk keputusan pendanaan, dan PER untuk proksi nilai perusahaan. - Subjek penelitian terdahulu dilakukan pada perusahaan di Sektor <i>Property, Real Estate & Building Construction</i> yang terdaftar di BEI periode 2008-2012, sedangkan subjek
---	--	---	---	--	--

				<p>perusahaan.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Kepemilikan Institusional memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. 	<p>penelitian penulis dilakukan pada sub sektor pertambangan batubara yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013.</p>
5	<p>Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. (Gany dan Surya, 2012),</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Keputusan Investasi - Keputusan Pendanaan - Kebijakan Dividen - Nilai Perusahaan 	<ul style="list-style-type: none"> - Keputusan Investasi = CPA/BVA (<i>Ratio capital Expenditure to Book Value of Asset</i>) - Keputusan Pendanaan = DER (<i>Debt to Equity Ratios</i>) - Kebijakan Dividen = DPR (<i>Dividend Payout Ratio</i>) - Nilai Perusahaan = PBV (<i>Price Book Value</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> - Keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. - Keputusan pendanaan tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan. - Kebijakan Dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. - Keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan 	<ul style="list-style-type: none"> - Perbedaan penelitian Gany dan Surya (2012) dengan penelitian penulis adalah pada indikator penelitian penulis menggunakan MBVE untuk keputusan investasi DAR untuk keputusan pendanaan, dan PER untuk proksi nilai perusahaan. - Subjek penelitian terdahulu dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2007-2010,

				kebijakan dividen memiliki pengaruh sebesar 17.2% terhadap nilai perusahaan, dan 82.8% lainnya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak terdapat dalam model penelitian ini.	sedangkan subjek penelitian penulis dilakukan pada sub sektor pertambangan batubara yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013.
6	<i>Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value (Dwita Ayu Rizqia, Siti Aisjah, Sumiati; 2013)</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Variabel Independen: <ul style="list-style-type: none"> - Managerial Ownership - Financial Leverage - Profitability - Firm Size - Investment Opportunity • Variabel Dependen: <ul style="list-style-type: none"> - Dividend Policy - Firm Value 	<ul style="list-style-type: none"> • Variabel Independen: <ul style="list-style-type: none"> - Managerial Ownership = <i>Mown (Number of shares owned by commissioners and directors: Total common shares outstanding)</i> - Financial Leverage = <i>DAR (Total debt: Total assets)</i> - Profitability = <i>ROA (Net</i> 	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Managerial ownership and investment opportunity negatively affect on dividend policy. Meanwhile, financial leverage, profitability, and firm size did not affect on dividend policy.</i> - <i>Managerial ownership, financial leverage,</i> 	- Perbedaan penelitian Dwita Ayu Rizqia, Siti Aisjah, Sumiati (2013) dengan penelitian penulis adalah pada variabel penelitian penulis tidak menggunakan variabel <i>Managerial Ownership, Profitability</i> dan <i>Firm Size</i> . Dan variabel <i>dividend policy</i> penulis gunakan sebagai variabel

			<p><i>income: Total assets)</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Firm Size = <i>Firm size</i> (<i>Ln total assets</i>) - Investment Opportunity = $CAPX / A = [(book\ value\ of\ fixed\ assets\ t + book\ value\ of\ fixed\ assets\ t-1) : Total\ assets]$ • Variabel Dependen: - Dividend Policy = DPR (<i>Dividend Payout Ratio</i>) - Firm Value = <i>Tobin's Q</i> = (<i>Market value of equity + Book value of equity</i>): <i>Book value of assets</i> 	<p><i>profitability, firm size, investment opportunity, and dividend policy has a positive effect on firm value. This shows that increase or decrease in value of managerial ownership, financial leverage, profitability, firm size, investment opportunity, and dividend policy can changes firm value of manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange.</i></p>	<p>independen.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Pada indikator penelitian penulis menggunakan MBVE untuk keputusan investasi, PER untuk proksi nilai perusahaan. - Subjek penelitian terdahulu dilakukan pada <i>manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange</i> periode 2006-2011, sedangkan subjek penelitian penulis dilakukan pada sub sektor pertambangan batubara yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013.
--	--	--	--	---	---

7	<p><i>The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value (Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies), (Dr. Abdallah Barakat, 2014)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> - Financial Structure - Financial Leverage - Profitability - Stock price 	<ul style="list-style-type: none"> - Financial Structure = Liabilities - Financial Leverage= Debt Ratio - Profitability = ROE - Stock price = Stock market price 	<ul style="list-style-type: none"> - There is a statistically significant direct relationship between two independent variables: the return on equity and capital structure and the dependent variable represented by market stock price. - There is a positive relationship between capital structure and return on equity upon multiple regression analysis, it was shown that the strongest relationship was between capital structure and dependent variable (company's stock 	<ul style="list-style-type: none"> - Perbedaan penelitian Dr. Abdallah Barakat (2014) dengan penelitian penulis adalah pada variabel penelitian penulis tidak menggunakan variabel <i>financial structure</i> dan <i>profitability</i>. Dan penelitian terdahulu tidak menggunakan variabel kebijakan dividen atau <i>dividend policy</i>. - Pada indikator penelitian penulis menggunakan PER untuk proksi nilai perusahaan. - Subjek penelitian terdahulu dilakukan pada <i>Sample of Saudi Industrial Companies</i>
---	--	---	--	---	--

				<p><i>value).</i></p> <p><i>- There is a clear impact of financial structure and return on equity on company's value through investigating these variables the financial analyst can predict company future value.</i></p>	<p>periode 2009-2012, sedangkan subjek penelitian penulis dilakukan pada sub sektor pertambangan batubara yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013.</p>
--	--	--	--	--	--

2.6 Kerangka Pemikiran

Optimalisasi nilai perusahaan merupakan tujuan utama dari perusahaan (Wahyudi & Pawestri, 2006: 2). Fungsi manajemen keuangan yang terdiri dari tiga keputusan utama yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen diimplementasikan dalam kegiatan sehari-hari untuk mendapatkan laba. Laba yang diperoleh diharapkan mampu meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada makin tingginya harga saham, sehingga kemakmuran para pemegang saham dengan sendirinya akan bertambah (Sutrisno, 2012: 5).

Dalam teori *signalling* dijelaskan tentang hubungan antara pengeluaran investasi dan juga nilai perusahaan, dimana pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga sebagai indikator nilai perusahaan (Hasnawati, 2005).

Keputusan pendanaan dapat diartikan sebagai keputusan yang menyangkut struktur keuangan perusahaan. Struktur keuangan perusahaan merupakan komposisi dari keputusan pendanaan yang meliputi hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Setiap perusahaan akan mengharapkan adanya struktur modal optimal, yaitu struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang

akan datang. Apabila perusahaan membagikan dividen maka tingkat pertumbuhan akan berkurang. Di sisi lain apabila perusahaan tidak membagikan dividen maka pasar akan memberikan sinyal negatif kepada prospek perusahaan (**Aharony dan Swary, dalam Sartono dan Prasentyana, 2005: 6**).

Nilai perusahaan adalah sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen asset. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai asset perusahaan sesungguhnya. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga akan meningkatkan harga saham, dengan meningkatnya harga saham maka nilai perusahaan pun akan meningkat (**Wahyudi, 2008: 8**).

Perusahaan memiliki 2 tujuan yang utama dimana tujuan utama untuk memperoleh laba yang maksimal dengan keputusan investasi yang tepat sehingga investor akan tetap memberikan modal dan mendapatkan *return* dari kinerja

perusahaan. Manager juga berfokus pada bagaimana barang diproduksi dan dipasarkan ke konsumen. Disamping itu, manajer akan melakukan proses pembiayaan dan penyertaan utang dan saham serta menilai presentase *return* kepada investor untuk memaksimalkan harga saham dan nilai perusahaan. Teori tersebut dinamakan keputusan kebijakan deviden.

2.6.1 Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

Hasnawati (2005: 7) menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25% sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain. Hasil penelitian **Raissa (2014: 57)** menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian **Annisa (2013: 84)** juga menyatakan hal yang serupa yaitu keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 24% dengan tingkat signifikansi 0,001. Begitu pula hasil penelitian **Gany dan Surya (2012: 6)** menyatakan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Jika investasi perusahaan bagus maka akan berpengaruh pada kinerja perusahaan, dan hal ini pun direspon positif oleh investor dengan membeli saham perusahaan tersebut sehingga harga saham akan naik.

2.6.2 Pengaruh Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan

Menurut **Brigham dan Houston (2001: 41)**, peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban

dimana yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon positif oleh pasar.

Hasil penelitian **Athian (2014: 8)**, hasil uji hipotesis menunjukkan kebijakan utang pada sektor manufaktur tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian **Wijaya dan Bandi (2010: 17)**, memberikan konfirmasi empiris bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan pendanaan tersebut adalah menggunakan pendanaan melalui ekuitas yang lebih banyak daripada menggunakan pendanaan melalui hutang. Implikasi bagi perusahaan adalah perusahaan harus merencanakan untuk mengambil keputusan pendanaan yang menggunakan pendanaan melalui ekuitas lebih banyak daripada pendanaan melalui hutang karena dengan menggunakan pendanaan melalui ekuitas lebih banyak dapat meningkatkan nilai perusahaan.

2.6.3 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian **Gany dan Surya (2012: 6)** menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa apabila perusahaan merencanakan untuk membagikan labanya kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen daripada menahannya dalam bentuk *capital gain* maka para investor akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang membagi labanya secara konsisten.

Penggunaan dividen sebagai isyarat berupa pengumuman yang menyatakan bahwa suatu perusahaan telah memutuskan untuk menaikkan dividen per lembar saham mungkin diartikan oleh penanaman modal sebagai sinyal yang baik, karena dividen per saham yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan yakin arus kas masa mendatang akan cukup besar untuk menanggung tingkat dividen yang tinggi (Weston dan Copeland, dalam Gany dan Surya, 2012: 2).

Kerangka pemikiran penelitian ini dituangkan dalam bagan berikut:



2.6.4 Hipotesis Penelitian

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini merupakan pernyataan singkat mengenai hasil yang disimpulkan dari tinjauan pustaka dan merupakan uraian sementara dari permasalahan yang perlu diujikan kembali. Suatu hipotesis

akan diterima jika hasil analisis data empiris membuktikan bahwa hipotesis tersebut benar, begitu juga sebaliknya.

Berdasarkan teori-teori serta berbagai penelitian yang dilakukan sebelumnya, hipotesis yang dapat dikembangkan:

H_{A1}: Keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

H_{A2}: Keputusan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.

H_{A3}: Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

H_{A4}: Keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan secara simultan terhadap nilai perusahaan.