

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Nilai Perusahaan

Tujuan manajemen keuangan perusahaan adalah memaksimalkan nilai kekayaan para pemegang saham. Nilai kekayaan dapat dilihat melalui perkembangan harga saham (*common stock*) perusahaan di pasar. Dalam hal ini, nilai saham dapat merefleksikan investasi keuangan perusahaan dan kebijakan dividen. Oleh karena itu, dalam teori-teori keuangan, variabel yang sering digunakan dalam penelitian pasar modal untuk mewakili nilai perusahaan adalah harga saham dengan berbagai jenis indikator, antara lain return saham, harga saham biasa, abnormal return, PER, dan indikator lain yang merepresentasikan harga saham biasa di pasar modal. Dengan demikian bisa dimaknai bahwa tujuan manajemen keuangan perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan para pemegang saham, yang berarti meningkatkan nilai perusahaan yang merupakan ukuran nilai objektif oleh publik dan orientasi pada kelangsungan hidup perusahaan (Harmono, 2009).

Indikator-indikator yang mempengaruhi nilai perusahaan diantaranya adalah (Susanti, 2010):

a. PER (*Price Earning Ratio*)

PER yaitu rasio yang mengukur seberapa besar perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh para pemegang saham.

Faktor-faktor yang mempengaruhi PER adalah :

1. Tingkat pertumbuhan laba
2. *Dividend Payout Ratio*
3. Tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal

b. PBV (*Price Book Value*)

Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham, 1999).

Ada beberapa alasan mengapa investor menggunakan rasio harga terhadap nilai buku (PBV) dalam analisis investasi: pertama, nilai buku sifatnya relatif stabil. Bagi investor yang kurang percaya terhadap estimasi arus kas, maka nilai buku merupakan cara paling sederhana untuk membandingkannya. Kedua, adanya praktik akuntansi yang relatif standar diantara perusahaan-perusahaan menyebabkan PBV dapat dapat dibandingkan antar berbagai perusahaan yang akhirnya dapat memberikan signal apakah nilai perusahaan *under* atau *overvaluation*. Terakhir, pada kasus perusahaan yang memiliki *earnings* negatif maka tidak memungkinkan untuk mempergunakan PER, sehingga penggunaan PBV dapat menutupi kelemahan PER yang

ada pada PER dalam kasus ini (Murhadi, 2009). Namun ada beberapa kekurangan sehubungan dengan penggunaan rasio PBV yakni: satu, nilai buku sangat dipengaruhi oleh kebijakan akuntansi yang diterapkan oleh perusahaan. Apabila penggunaan standar akuntansi yang berbeda di antara perusahaan-perusahaan maka ini akan mengakibatkan rasio PBV tidak dapat diperbandingkan. Kedua, nilai buku mungkin tidak banyak artinya bagi perusahaan berbasis teknologi dan jasa karena perusahaan-perusahaan tersebut tidak memiliki aset nyata yang signifikan. Ketiga, nilai buku dari ekuitas akan menjadi negatif bila perusahaan selalu mengalami earnings yang negative sehingga akan mengakibatkan nilai rasio PBV juga negatif (Murhadi, 2009).

2. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan sejauh mana perusahaan menggunakan pendanaan hutang. Menurut Weston dan Copekand (1992) kebijakan hutang adalah kebijakan yang menentukan seberapa besar perusahaan membutuhkan dana yang dibiayai oleh hutang. Dalam hal ini *leverage* digambar untuk melihat sejauh mana aset perusahaan dibiayai oleh hutang dibandingkan dengan modal sendiri. Adapun beberapa teori kebijakan hutang menurut para ahli sebagai berikut:

a. Teori Struktur Modal dari MM (*Capital Structure Theory*)

Pada teori ini MM berpendapat bahwa dengan asumsi tidak adanya pajak, *bankruptcy cost*, tidak ada informasi yang asimetris antara manajer dengan pemegang saham, dan pasar terlihat dalam keadaan yang efisien, maka *value* yang didapat oleh perusahaan tidak terkait dengan bagaimana perusahaan melakukan strategi pendanaan. Dengan menghilangkan asumsi tentang ketiadaan pajak, hutang dapat menghemat pajak yang dibayarkan karena hutang menimbulkan membayarkan bunga yang mengurangi penghasilan setelah terkena pajak sehingga nilai perusahaan bertambah.

b. *Trade-off theory*

Teori *trade-off* yang dikembangkan oleh Modigliani dan Miller (1958) yang dilakukan oleh Myers (1977). Teori ini menggambarkan bahwa struktur modal yang optimal dapat ditentukan dengan penyeimbangan keuntungan atas penggunaan hutang dengan *cost of financial distress* dan *agency problem* (Megginson, 1997). Menurut teori *trade-off*, jika perusahaan menambahkan hutangnya (*debt ratio*-nya), maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan pajak, karena pajak yang dibayarkan lebih sedikit dengan adanya pembayaran bunga dari hutang atau *interest tax shield*, tetapi dengan meningkatnya penggunaan hutang maka perusahaan akan mengalami resiko kebangkrutan dengan menimbulkan *bankruptcy cost* yang lebih tinggi jika perusahaan menambah hutang di struktur pendanaan jangka panjang.

Menggunakan hutang maka perusahaan akan membayar sejumlah bunga. Bunga merupakan pengurang dari pajak (*tax deductible*) karena akan mengurangi kewajiban perusahaan untuk membayar pajaknya. Sehingga akan meningkatkan nilai arus kas setelah pajak, namun perusahaan yang menggunakan hutang melebihi batas optimalnya akan menghadapi resiko ketidakmampuan perusahaan dalam melunasi bunga maupun *principal* atas jumlah hutang yang besar, sehingga dapat memicu terjadinya resiko kebangkrutan (*financial distress*) dalam perusahaan tersebut.

c. *Agency Theory*

Agency Theory, merupakan konsep yang menjelaskan hubungan kontraktual antara principals dan agents. Pihak principal adalah pihak yang memberikan mandat kepada pihak lain, yaitu *agent*, untuk melakukan semua kegiatan atas nama *principal* dalam kapasitasnya sebagai pengambil keputusan (Sinkey, 1992:78; Jensen dan Smith, 1984:7). Dalam hubungan keagenan manajer sebagai pihak yang memiliki akses langsung terhadap informasi perusahaan, memiliki asimetris informasi terhadap pihak eksternal perusahaan, seperti kreditor dan investor. Dimana ada informasi yang tidak diungkapkan oleh pihak manajemen kepada pihak eksternal perusahaan, termasuk investor. Untuk memperkecil asimetris informasi, maka pengelolaan perusahaan harus diawasi dan dikendalikan untuk memastikan bahwa pengelolaan dilakukan dengan penuh kepatuhan kepada berbagai

peraturan dan ketentuan yang berlaku. Upaya ini menimbulkan apa yang disebut sebagai *agency costs*, yang menurut teori ini harus dikeluarkan sedemikian rupa sehingga biaya untuk mengurangi kerugian yang timbul karena ketidakpatuhan setara dengan peningkatan biaya *enforcement*-nya. *Agency costs* ini mencakup biaya untuk pengawasan oleh pemegang saham; biaya yang dikeluarkan oleh manajemen untuk menghasilkan laporan yang transparan, termasuk biaya audit yang independen dan pengendalian internal; serta biaya yang disebabkan karena menurunnya nilai kepemilikan pemegang saham sebagai bentuk "*bonding expenditures*" yang diberikan kepada manajemen dalam bentuk opsi dan berbagai manfaat untuk tujuan menyalurkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham.

Jensen dan Meckling (1976) membagi biaya keagenan menjadi *monitoring cost*, *bonding cost*, dan *residual loss*. *Monitoring cost* merupakan biaya yang timbul dan ditanggung oleh principal untuk memonitor perilaku agen, yaitu untuk mengukur, mengontrol, dan mengamati perilaku agen. *Bonding cost* adalah biaya yang ditanggung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan principal. Selanjutnya *residual loss* merupakan pengorbanan yang berupa berkurangnya kemakmuran principal sebagai akibat dari perbedaan keputusan agen dan keputusan principal.

Teori keagenan memprediksi bahwa perusahaan dengan rasio *leverage* yang lebih tinggi akan mengungkapkan lebih banyak informasi, karena biaya keagenan perusahaan dengan struktur modal seperti itu lebih tinggi (Jensen dan Meckling, 1976). Tambahan informasi diperlukan untuk menghilangkan keraguan pemegang obligasi terhadap dipenuhinya hak-hak mereka sebagai kreditur Schipper dalam Marwata (2001) dan Meek, et al dalam Fitriani (2001). Oleh karena itu perusahaan dengan rasio *leverage* yang tinggi memiliki kewajiban untuk melakukan ungkapan yang lebih luas daripada perusahaan dengan rasio *leverage* yang rendah.

Pendapat lain mengatakan bahwa semakin tinggi *leverage*, kemungkinan besar perusahaan akan mengalami pelanggaran terhadap kontrak utang, maka manajer akan berusaha untuk melaporkan laba sekarang lebih tinggi dibandingkan laba di masa depan. Dengan laba yang dilaporkan lebih tinggi akan mengurangi kemungkinan perusahaan melanggar perjanjian utang. Manajer akan memilih metode akuntansi yang akan memaksimalkan laba sekarang. Kontrak utang biasanya berisi tentang ketentuan bahwa perusahaan harus menjaga tingkat *leverage* tertentu (rasio utang/ekuitas), *interest coverage*, modal kerja dan ekuitas pemegang saham [Watts and Zimmerman dalam Scott (1997)]. Oleh karena itu semakin tinggi tingkat *leverage* (rasio utang/ekuitas) semakin besar kemungkinan perusahaan akan melanggar perjanjian kredit sehingga perusahaan akan berusaha untuk melaporkan

laba sekarang lebih tinggi [Belkaoui & Karpik dalam Marwata (2001)]. Supaya laba yang dilaporkan tinggi maka manajer harus mengurangi biaya-biaya (termasuk biaya untuk mengungkapkan informasi).

Perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemilik modal akan memunculkan permasalahan antara kepentingan (*conflict of interest*). Sebagai agen dari pemilik, manajemen harusnya bertindak untuk kemakmuran pemilik, namun karena resiko yang memungkinkan akan diterima oleh manajemen, maka dalam mengambil keputusan juga mempertimbangkan kepentingan. Perbedaan kepentingan akan memunculkan masalah keagenan.

Teori keagenan dalam manajemen keuangan membahas adanya hubungan agency (Jensen dan Meckling, 1986), yaitu hubungan mengenai adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan yang dilakukan oleh manajer. Manajemen pihak yang diberikan kewenangan oleh pemilik perusahaan untuk mengelola perusahaan namun dalam kenyataanya jika perusahaan tidak memperoleh hasil yang menggembirakan seharusnya pemilik modal bisa memutuskan untuk mengganti manajemen yang tidak meningkatkan kemakmuran. Crutchley dan Hansen (1986) yang dikutip oleh Moeljadi (2006), hubungan keagenan yang terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan manajer, pemisahan tersebut terjadi karena pemilik modal melakukan diversifikasi portofolio dengan

mendelegasikan kewenangan dan pengambilan keputusan kepada manajer dalam mengelola sejumlah dananya.

Brigham dan Houston (2006), manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Manajer diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan, dan hal ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan yang disebut teori ke-agenan (*agency theory*). Masalah keagenan muncul dalam dua bentuk, yaitu antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajemen (*agent*) dan hubungan antara pemegang saham dengan pemilik obligasi (pemberi kredit). Brigham dan Houston (2006) menyatakan masalah keagenan (*agency problem*) yang potensial ini muncul ketika manajer perusahaan memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Masalah keagenan (*agency problem*) yaitu konflik kepentingan yang potensial terjadi antara agen (manajer) dan pemegang saham pihak luar atau pemberi hutang (kreditur).

Meyers (1977), hubungan keagenan merupakan hubungan yang rawan konflik, yaitu konflik kepentingan (*agency conflict*). Konflik terjadi karena pemilik modal selalu berusaha menggunakan dana sebaik-baiknya dengan risiko sekecil mungkin, sedangkan manajer (*agent*) cenderung mengambil keputusan pengelolaan dana untuk memaksimalkan keuntungan yang sering bertentangan dan cenderung mengutamakan kepentingannya sendiri.

d. *Pecking Order Theory*

Pecking Order Theory oleh Myers dan Majluf (1984) menjelaskan suatu perusahaan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Teori ini mendasarkan pada adanya informasi asimetrik, yaitu suatu situasi dimana pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak tentang perusahaan daripada para pemilik modal. Informasi asimetrik ini akan mempengaruhi pilihan antara penggunaan dana internal atau dana eksternal dan antara pilihan penambahan hutang baru atau dengan melakukan penerbitan equitas baru. Asumsi *Pecking Order Theory* oleh Brealey and Myers 1996, adalah:

1. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal.
2. Perusahaan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen dengan kesempatan investasi, dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar.
3. Pembayaran dividen yang cenderung konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana internal kadang berlebih ataupun kurang untuk berinvestasi.
4. Apabila pendanaan eksternal diperlukan perusahaan akan memilih menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu dimulai penerbitan obligasi, obligasi yang dapat dikonversikan menjadi modal sendiri, akhirnya menerbitkan saham baru.

Dalam teori ini perusahaan tidak menentukan target rasio hutang, karena ada dua jenis pendanaan internal yang preferensinya

berbeda yang bisa dipilih perusahaan, yaitu laba ditahan sampai penerbitan saham baru. Rasio hutang perusahaan akan di-pengaruhi oleh kebutuhan perusahaan untuk melakukan investasi

e. *Signalling Theory*

Brigham dan Houston (2001) menyatakan jika manajer perusahaan mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin harga saham perusahaan meningkat maka manajer tersebut ingin mengkomunikasikannya kepada para investor. Manajer dapat menggunakan utang yang lebih banyak yang nantinya sebagai sinyal yang lebih terpercaya. Hal ini dikarenakan perusahaan yang meningkatkan utang tersebut yakin bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik di masa yang akan. Investor diharapkan dapat menangkap sinyal tersebut, sinyal yang mengidentifikasi bahwa perusahaan yang prospektif di masa depan.

3. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividen policy*) adalah rencana tindakan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen. Kebijakan deviden didefinisikan sebagai kebijakan yang terkait dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, berupa penentuan besarnya pembayaran dan besarnya laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan.

Ada berbagai pendapat ahli atau teori tentang kebijakan dividen sebagai berikut :

a. Teori Dividen Tidak Relevan

Menurut Modigliani dan Miller (MM), nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya presentase laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk uang tunai atau DPR (*Dividen Payout Ratio*), tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak atau EBIT (*Earning Before Interest and Tax*) dan kelas risiko perusahaan serta perusahaan lebih suka laba ditahan dari pada menerbitkan saham baru. Jadi menurut MM, dividen adalah tidak relevan. Pernyataan ini didasarkan pada beberapa asumsi penting yang lemah seperti : (1) Pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional, (2) Tidak ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru, dan (3) Tidak ada pajak Kebijakan investasi perusahaan tidak berubah. Sedangkan kenyataannya: (1) Pasar modal yang sempurna sulit ditemui, (2) Biaya emisi saham baru pasti ada, (3) Pajak pasti ada, dan (4) Kebijakan investasi perusahaan tidak mungkin tidak berubah.

b. Teori Dividen yang Relevan (*The Bird in the Hand*)

Teori ini menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika presentase laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk uang tunai atau DPR (*Dividen Payout Ratio*) rendah, karena investor lebih suka menerima dividen dari pada

Perolehan modal (*Capital Gains*). Investor memandang keuntungan dividen (*dividend yield*) lebih pasti dari pada keuntungan capital gains (*capital gains yield*). Perlu diingat bahwa

dilihat dari sisi investor, biaya modal sendiri dari laba ditahan adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan investor pada saham. Laba ditahan adalah keuntungan dari dividen (*dividend yield*) ditambah keuntungan dari capital gains (*capital gains yield*). Modigliani dan Miller menganggap bahwa argumen Gordon dan Lintner ini merupakan suatu kesalahan (MM menggunakan istilah “*The Bird in the hand Fallacy*”). Menurut MM, pada akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

c. Teori Perbedaan Pajak (*Tax Differential Theory*)

Teori ini menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains*, para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* tinggi, *capital gains yield* rendah dari pada saham dengan *dividend yield* rendah, *capital gains yield* tinggi. Jika pajak atas dividen lebih besar dari pajak atas *capital gains*, perbedaan ini akan makin terasa. Jika manajemen percaya bahwa teori Dividen tidak relevan dari MM adalah benar, maka perusahaan tidak perlu memperdulikan berapa besar dividen yang harus dibagi, tapi jika mereka menganut teori Dividen yang relevan, maka mereka

harus membagi seluruh laba setelah pajak atau EAT (*Earnings After Tax*) dalam bentuk dividen. Dan bila manajemen cenderung mempercayai teori perbedaan pajak (*Tax Differential Theory*), mereka harus menahan seluruh EAT atau DPR = 0 %. Jadi ke 3 teori yang telah dibahas mewakili kutub – kutub ekstrim dari teori tentang kebijakan dividen. Sayangnya test secara empiris belum memberikan jawaban yang pasti tentang teori mana yang paling benar.

d. Teori *Signaling*

Teori *signaling* mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan hutang.

Teori *signaling* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar karena perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan

prospek yang akan datang daripada pihak luar (investor dan kreditor). Kurangnya informasi bagi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri mereka dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi informasi asimetri. Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar, salah satunya berupa informasi keuangan yang dapat dipercaya dan akan mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan yang akan datang (Wolk *et al*, 2000).

e. Teori *Clientele Effect*.

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu presentase laba yang dibayarkan atau DPR (*Dividend Payout Ratio*) yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan. Jika ada perbedaan pajak bagi individu (misalnya orang lanjut usia dikenai pajak lebih ringan) maka pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai perolehan modal (*capital gains*) karena dapat menunda pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif

rendah cenderung menyukai dividen yang besar. Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari *Clientele* ini ada. Tapi menurut MM hal ini tidak menunjukkan bahwa lebih baik dari dividen kecil, demikian sebaliknya. Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahandalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana intern atau internal financing. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar. Dengan demikian kebijakan dividen ini harus dianalisa dalam kaitannya dengan keputusan pembelanjaan atau penentuan struktur modal secara keseluruhan. Sehingga dari teori tersebut bisa dapat disimpulkan bahwa hutang merupakan sinyal positif bagi perusahaan.

4. Kinerja Keuangan

a. Pengertian Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan adalah gambaran kondisi keuangan perusahaan pada suatu periode tertentu baik menyangkut aspek penghimpunan dana maupun penyaluran dana (Jumingan,2006). Kinerja keuangan perusahaan merupakan prestasi yang dicapai perusahaan dalam suatu periode tertentu yang mencerminkan tingkat

kesehatan perusahaan (Sutrisno, 2009). Kinerja perusahaan juga dapat diartikan sebagai gambaran kondisi keuangan perusahaan yang dapat dihitung menggunakan alat analisis keuangan, sehingga dapat memberikan informasi mengenai baik buruknya kondisi keuangan suatu perusahaan dalam periode tertentu.

b. Laporan Keuangan

Laporan Keuangan adalah pencatatan transaksi dan pelaporan yang memberikan informasi bagi perusahaan mengenai kinerja perusahaan pada periode tertentu. Adapun jenis laporan keuangan menurut Harahap (2008), meliputi :

- 1) Neraca merupakan laporan posisi keuangan yang menggambarkan posisi aktiva, kewajiban dan modal.
- 2) Laporan laba rugi merupakan laporan hasil dari operasi yang meliputi pendapatan dan beban-beban selama periode tertentu.
- 3) Laporan arus kas merupakan laporan perubahan dalam posisi keuangan sebagai akibat dari kegiatan-kegiatan usaha, investasi dan pembelanjaan yang meliputi surplus, defisit, penerimaan dan pengeluaran kas.

c. Pengukuran Kinerja Keuangan

Menurut Srimindarti (2006) pengukuran kinerja keuangan adalah keefektivitasan perusahaan dalam mengoperasikan bisnisnya dalam periode tertentu yang melibatkan proses pengkajian data berupa menghitung, mengukur, menginterpretasi dan review data yang

diharapkan dapat memberi solusi pada perusahaan untuk melakukan perbaikan terhadap kegiatan operasional maupun peningkatan kinerja keuangan perusahaan agar mampu bersaing dengan perusahaan lain. Tujuan pengukuran kinerja keuangan perusahaan menurut Munawir (2012):

- 1) **Rasio likuiditas** menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Perusahaan dikatakan likuid apabila perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya tepat waktu. Kondisi likuid ini ditunjukkan melalui besaran alat pembayaran atau aktiva lancar yang lebih banyak dari utang lancar (Setiawan dan Amboningtyas, 2018). Kewajiban jangka pendek adalah kewajiban yang harus dipenuhi perusahaan dalam kurun waktu kurang dari 1 tahun atau jatuh temponya kurang dari 1 tahun. Diantara kewajiban jangka pendek adalah hutang dividen, hutang dagang, hutang bunga, hutang pajak, dll.
- 2) **Rasio solvabilitas** menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjang/hutang jangka panjang. Hal ini menggambarkan seberapa besar beban utang yang ditanggung perusahaan dibandingkan dengan aktivasnya (kasmir, 2009). Kemampuan perusahaan yang dalam membayar hutang jangka panjang dilihat dari jumlah laba yang mampu oleh perusahaan. Perusahaan lazimnya membayarkan hutangnya menggunakan kas yang besarnya kas itu dipengaruhi besarnya laba yang diperoleh

perusahaan. Hutang jangka panjang merupakan hutang yang pembayarannya lebih dari 1 tahun, seperti hutang hipotek, hutang obligasi, dll.

- 3) **Rasio profitabilitas** menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu (Hery, 2015). Selain itu, dalam rasio profitabilitas ini, dapat melihat tingkat efektivitas manajemen dalam menjalankan perusahaannya. Kinerja manajemen perusahaan yang baik, akan mengantarkan perusahaan memperoleh laba yang maksimal. Selain itu, rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan seluruh sumber daya yang dimilikinya. Diantara sumber daya yang dimiliki itu adalah asset, modal, dan penjualan perusahaan tersebut.
- 4) **Rasio aktivitas** menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menjalankan usahanya (kegiatan operasional) seperti menghasilkan barang produksi dan tingkat penjualan. Rasio aktivitas menggambarkan efektivitas penggunaan asset oleh perusahaan dalam periode tertentu. Pada rasio aktivitas ini akan disajikan informasi terkait besaran dana yang tertanam pada asset perusahaan. Apabila dana yang tertanam pada asset tersebut besar, ini dapat menjadi indikasi bahwa seharusnya penggunaan dana tersebut sebaiknya digunakan untuk kegiatan investasi pada asset yang lebih produktif. Pada rasio ini juga dapat dilihat lama waktu yang

diperlukan perusahaan untuk melunasi piutang yang dimiliki oleh perusahaan. Tidak hanya itu, rasio aktivitas ini dapat menggambarkan besar kecilnya efektifitas perusahaan dalam mengatur perputaran aktivasinya (Hanafi, 2013).

- 5) **Rasio pasar** menunjukkan seberapa besar pasar dapat menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Rasio ini mengukur harga pasar saham perusahaan terhadap nilai bukunya. Rasio-rasio ini memberikan gambaran terhadap kepentingan para investor. Perusahaan yang diharapkan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi akan memiliki nilai rasio pasar yang tinggi pula. Selain itu dari perhitungan rasio pasar ini juga dapat dilihat return yang akan diperoleh oleh investor (Hanafi, 2013).

5. Ukuran Perusahaan

Perusahaan besar dapat mengakses pasar modal. Karena kemudahan tersebut maka berarti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Menurut Haruman (2008), Ukuran perusahaan (*SIZE*) berhubungan dengan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan penjualan perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukannya yaitu ukuran perusahaan yang diukur *natural logaritma of sales* berpengaruh terhadap dividen dengan arah positif. Perusahaan yang memiliki ukuran besar akan lebih mudah memasuki pasar modal sehingga

dengan kesempatan ini perusahaan membayar dividen besar kepada pemegang saham.

Ukuran perusahaan juga mencerminkan seberapa besar aset total yang dimiliki perusahaan. Total aset yang dimiliki perusahaan menggambarkan permodalan, serta hak dan kewajiban yang dimilikinya. Semakin besar ukuran perusahaan, dapat dipastikan semakin besar juga dana yang dikelola dan semakin kompleks pula pengelolaannya. Menurut Mamduh perusahaan yang besar cenderung memiliki sumber permodalan yang lebih banyak yang mengakibatkan probabilitas kebangkrutannya sangat kecil karena perusahaan besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan tingkat kebangkrutan, sehingga lebih mampu untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Disamping itu perusahaan besar juga lebih mudah mendapat pendanaan eksternal. Dengan kata lain perusahaan besar cenderung menggunakan utang atau dana eksternal dalam jumlah yang lebih besar.

6. Keputusan Investasi

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang. Keputusan penanaman modal dapat dilakukan oleh perorangan atau lembaga baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Menurut Jogiyanto (2003), investasi merupakan penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan didalam produksi yang efisien selama periode waktu tertentu, sedangkan

Tandelilin (2001) mengemukakan bahwa investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan saat ini, dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa datang. Pihak yang melakukan investasi disebut investor. Investor pada umumnya digolongkan menjadi dua yaitu:

- a. Investor individual, terdiri dari individu-individu yang melakukan aktivitas investasi.
- b. Investor institusional, terdiri dari perusahaan-perusahaan asuransi, lembaga penyimpanan dana (bank dan lembaga simpan pinjam), lembaga dana pensiun maupun perusahaan investasi.

Terdapat dua alternatif pilihan investasi yaitu investasi pada aktiva riil dan investasi pada aktiva finansial. Karakteristik aktiva finansial dibandingkan dengan aktiva riil adalah sebagai berikut:

- a. Mudah diperjualbelikan (*liquid*).
- b. Pemodal mempunyai berbagai pilihan investasi sesuai dengan preferensi risiko mereka.
- c. Nilainya dapat berubah dengan cepat sesuai dengan kondisi ekonomi makro dan mikro.
- d. Memiliki pasar dan regulasi kredit.

Keputusan investasi menyangkut harapan terhadap hasil keuntungan yang diperoleh perusahaan di masa yang akan datang. Keputusan investasi mempunyai dimensi waktu jangka panjang, sehingga keputusan yang diambil harus dipertimbangkan dengan baik,

karena mempunyai konsekuensi berjangka panjang pula. Fama (1978) dalam Hasnawati (2005) 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.

Keputusan investasi merupakan keputusan yang menyangkut keputusan dalam pendanaan yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Keputusan investasi dapat dikelompokkan kedalam investasi jangka pendek seperti investasi kedalam kas, surat-surat berharga jangka pendek, piutang, dan persediaan maupun investasi jangka panjang dalam bentuk tanah, gedung, kendaraan, mesin, peralatan produksi, dan aktiva tetap lainnya. Aktiva jangka pendek didefinisikan sebagai aktiva dengan jangka waktu kurang dari satu tahun atau kurang dari satu siklus bisnis, dana yang diinvestasikan pada aktiva jangka pendek diharapkan akan diterima kembali dalam waktu dekat atau kurang dari satu tahun dan diterima sekaligus. Sedangkan aktiva jangka panjang didefinisikan sebagai aktiva dengan jangka waktu lebih dari satu tahun, dana yang ditanamkan pada aktiva jangka panjang akan diterima kembali dalam waktu lebih dari satu tahun dan kembalinya secara bertahap.

Keputusan investasi yang tepat akan dapat menghasilkan kinerja yang optimal sehingga memberikan suatu sinyal positif kepada

investor yang akan meningkatkan harga saham dan nilai perusahaan. Ini sesuai dengan pernyataan signaling teory yang menyatakan pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan.

B. Penelitian Terdahulu

Octavia (2014) yang berjudul Pengaruh Kebijakan Hutang, Ukuran Perusahaan, Kebijakan Dividen, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. Hasil dari penelitiannya menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Triyono (2015) dengan judul Pengaruh Kebijakan Dividen, Struktur Kepemilikan, Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, struktur kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Analisa (2011) dengan judul Pengaruh Ukuran Perusahaan, *Leverage*, Profitabilitas, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. Hasil

penelitian ini menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, dan kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Herawati (2013) dengan judul Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. Hasil dari penelitian tersebut menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Jusriani (2013) dengan judul Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan. Hasil dari penelitian tersebut bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, dan kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Nurhayati (2013) dengan judul Profitabilitas, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, ukuran perusahaan berpengaruh positif

signifikan terhadap kebijakan dividen, profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, dan kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Umi Mardiyati, Gatot Nazir Ahmad, dan Ria Putri (2012) dengan judul Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Leni Astuti dan Erma Herawati (2014) dengan judul Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Deviden, Kebijakan Hutang, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, dan kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Ayu Sri Mahatma Dewi, Ary Wirajaya (2013) dengan judul Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, ukuran perusahaan

berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Astutiningrum (2017) dengan judul Pengaruh *Leverage*, Ukuran Perusahaan, Dan *Investment Opportunity Set (IOS)* Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, IOS berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas, IOS berpengaruh terhadap profitabilitas, dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

C. Hipotesis

1. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Suwandika (2017) menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Menurut Weston dan Copekan (1992) kebijakan hutang adalah kebijakan yang menentukan seberapa besar perusahaan membutuhkan dana yang dibiayai oleh hutang. Modigliani dan Miller berpendapat bahwa perusahaan yang menggunakan hutang akan memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Hal ini dikarenakan adanya penghematan pajak. Perusahaan yang menggunakan hutang harus membayarkan bunganya sebagai akibat penggunaan hutang. Pembayaran

hutang ini nantinya akan mengurangi laba sebelum pajak, sehingga pajak yang harus dibayarkan akan berkurang. Selain itu penggunaan hutang juga mampu diartikan sebagai sinyal bahwa perusahaan tersebut mempunyai kemampuan dalam melunasi kewajibannya dimasa mendatang. Sehingga perusahaan yang menggunakan hutang lebih disukai investor dan menyebabkan harga saham naik dan nilai perusahaan naik. Hipotesis ini didukung oleh Ria (2013).

H1: Kebijakan Hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Triyono, dkk. (2015) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dengan penggunaan modal sendiri dalam menghasilkan keuntungan. Semakin tinggi profitabilitas menunjukkan semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan. Tingginya tingkat laba yang diperoleh perusahaan akan menjadi sinyal positif bagi investor karena perusahaan dianggap memiliki prospek yang baik dimasa yang akan datang. Sehingga investor akan tertarik menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut dan membuat harga saham naik yang mencerminkan nilai perusahaan juga naik. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektifitas manajemen suatu perusahaan yang ditunjukkan dari laba yang dihasilkan dari penjualan atau pendapatan investasi. Maka dari itu proksi yang digunakan yaitu *Return On Equity* (ROE) karena

proksi ini menunjukkan kesuksesan manajemen dalam memaksimalkan tingkat kembalian pada pemegang saham. ROE merupakan variabel penting yang dilihat investor sebelum melakukan investasi. ROE menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba setelah pajak dengan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Investor yang membeli saham akan tertarik dengan ukuran profitabilitas ini atau bagian dari total profitabilitas ini yang bisa dialokasikan ke pemegang saham. Hipotesis ini didukung oleh Octavia (2014) dan Jusriani (2013).

H2: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

3. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Octavia (2013) berpendapat bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dugaan dengan semakin besarnya ukuran perusahaan maka semakin tinggi keyakinan investor akan kemampuan perusahaan dalam memberikan tingkat pengembalian investasi. Sama halnya dengan Analisa (2011) berpendapat ukuran perusahaan menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan dilihat dari aset, penjualan, usia, dan lain-lain. Pada penelitian ini ukuran perusahaan dilihat dari total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin besar aset yang dimiliki, semakin besar ukuran perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki aset yang besar dianggap lebih stabil daripada perusahaan yang memiliki aset yang kecil. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki aset yang besar cenderung terdiversifikasi dan lebih mudah memperoleh

dana ekstra sehingga dapat menurunkan resiko kebangkrutan. Sehingga semakin tinggi aset yang dimiliki perusahaan semakin besar pula minat investor menginvestasikan modalnya, sehingga kenaikan harga saham dan kenaikan nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham. Hal ini diperkuat oleh peneliti terdahulu yaitu Triyono (2015), dan Octavia (2014).

H3: Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

4. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Gayatri dan Mustanda (2017) berpendapat bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dividen merupakan sebagian laba perusahaan yang dibagikan kepada investor. Pembagian dividen yang meningkat akan mengandung informasi mengenai bagaimana kondisi perusahaan. Perusahaan yang mampu meningkatkan pembagian dividen menunjukkan bahwa kinerja perusahaan baik. Menurut Modigliani dan Miller menyatakan dalam teori *The Bird in The Hand*, investor lebih menyukai pembagian dividen yang tinggi karena dividen saat ini risikonya lebih kecil daripada *capital gains* dimasa yang akan datang. Selain itu, bagi investor dividen dapat dijadikan kepercayaan terhadap perusahaan. Pembagian dividen yang tinggi memberikan kepastian tentang *return* investasi dan mengantisipasi resiko ketidakpastian tentang likuiditas perusahaan. Sehingga dividen yang tinggi akan menarik minat investor dan membuat harga saham naik dan nilai perusahaan naik. Hal ini didukung oleh Masrifa (2016).

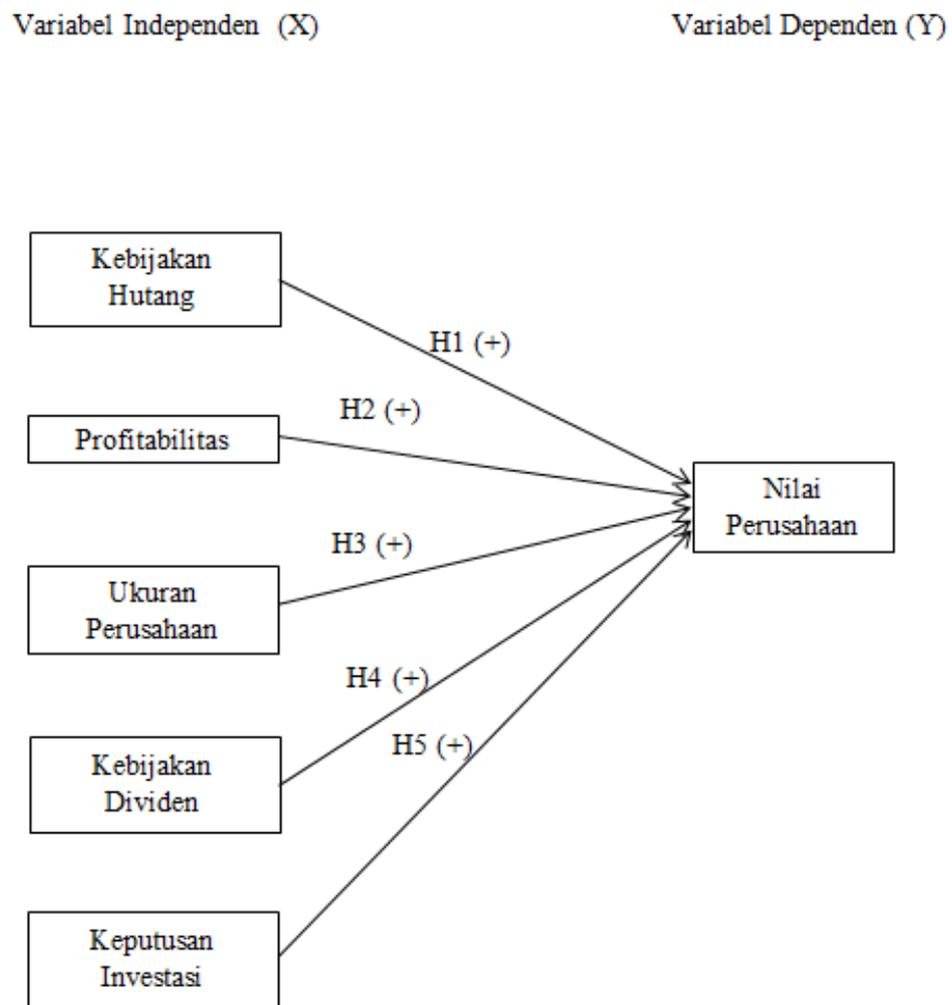
H4: Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

5. Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Menurut Septia (2014), berpendapat bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi merupakan keputusan yang menyangkut keputusan pendanaan yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Pada penelitian ini keputusan investasi dilihat dari peningkatan jumlah aset perusahaan. Semakin tinggi peningkatan aset perusahaan menunjukkan perusahaan mampu memaksimalkan kemampuannya dari investasi-investasi dalam penghasilan laba dengan dana yang terikat, maka dapat meningkatkan perusahaan. Selain itu peningkatan aset perusahaan dapat memberikan sinyal positif mengenai pertumbuhan aset perusahaan dimasa yang akan datang, dan peningkatan aset perusahaan akan meningkatkan kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan. Sehingga perusahaan yang memiliki pertumbuhan aset lebih menarik minat calon investor dan menyebabkan harga saham naik dan nilai perusahaan naik. Hipotesis ini di dukung oleh Hemastuti (2014) dan Rizqia dkk. (2013).

H5: Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

D. Model Penelitian



Gambar 2. 1
Model Penelitian

Tabel 2. 1
Penelitian Terdahulu yang Mendukung Hipotesis

No	Hipotesis	Penelitian Pendukung
1	H1: Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.	Astutiningrum (2017), Jusriani (2013), Senda (2013). Triyono (2015), Hemastuti (2014), Leni Astuti (2014).
2	H2: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.	Pantow (2015), Octavia (2014), Jusriani (2013), Chiquita (2015), Hemastuti (2014), Septia (2015), dan Prapaska (2012).
3	H3: Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan	Astutiningrum (2017), Octavia (2014), Analisa (2011), Triyono (2015).
4	H4: Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.	Jusriani (2013), Octavia (2014), Senda (2013), Jusriani (2013), Herawati (2013), Prapaska (2012).
5	H5: Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.	Astutiningrum (2017), Hemastuti (2014), Septia (2015), Prapaska (2012), dan Rizqia dkk. (2013).