

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 Struktur Finansial

2.1.1.1 Definisi Struktur Finansial

Menurut Weston dan Copeland (1999) dalam Marpaung (2010:4) mengungkapkan bahwa struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya. Struktur finansial terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan modal pemegang saham. Sedangkan struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham. Jadi struktur modal hanya merupakan sebagian dari struktur keuangan.

Sejalan dengan definsi yang telah dipaparkan diatas, Margaretha (2011:112) mengungkapkan bahwa struktur keuangan menggambarkan susunan keseluruhan sisi kredit neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri, mencerminkan bagaimana aktiva-aktiva perusahaan dibelanjai.

Menurut Sujianto (2013:17), mengungkapkan bahwa struktur keuangan adalah gabungan dari seluruh sumber-sumber keuangan yang nampak pada sisi kanan dari neraca perusahaan. Dan secara total umumnya struktur keuangan dipresentasikan oleh hutang jangka panjang, saham preferen, saham biasa, dan hutang lancar perusahaan.

Sama halnya seperti yang diungkapkan oleh para ahli yang lain, Sudana (2015:180) juga mengungkapkan bahwa *Financial structure* menunjukkan bagaimana perusahaan membelanjai aktivasnya. *Financial structure* tampak pada neraca sebelah kredit, yang terdiri atas hutang lancar, hutang jangka panjang dan modal.

Menurut Riyanto (2001) dalam Mar'ati dan Purnomo (2011:72), struktur finansial (*financial structure*) dapat digunakan sebagai penentu sumber dana dengan aturan struktur finansial yang vertikal dan aturan struktur finansial yang horizontal. Struktur finansial vertikal menjelaskan tentang batasan mengenai modal asing yang tidak boleh melebihi modal sendiri karena perluasan basis modal sendiri akan memperbesar kemampuan perusahaan dalam menanggung risiko usaha yang dibelanjainya. Sedangkan struktur finansial horizontal menyatakan keseluruhan aktiva tetap dan persediaan harus sepenuhnya ditutup atau dibelanjai dengan modal sendiri, besarnya modal sendiri tidak boleh kurang atau lebih kecil dari jumlah aktiva tetap dan persediaan, apabila modal sendiri lebih kecil maka sebagian dari aktiva tersebut dibiayai modal asing (Sujianto, 2013:18)

Dari beberapa definisi yang telah dipaparkan diatas maka penulis menyimpulkan bahwa struktur finansial merupakan cara perusahaan membiayai aktivasnya, baik dari hutang jangka panjang, hutang jangka pendek, maupun modal pemegang saham. Dan struktur modal hanya merupakan sebagian dari struktur finansial.

2.1.1.2 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan

Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi struktur keuangan menurut Sudana (2015:185) yaitu sebagai berikut:

1. Tingkat pertumbuhan penjualan

Perusahaan yang memiliki pertumbuhan penjualan yang relatif tinggi biasanya dibelanjai dengan hutang yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya rendah. Itu disebabkan karena keuntungan yang diperoleh dari peningkatan penjualan tersebut diharapkan bisa menutupi biaya bunga hutang.

2. Stabilitas penjualan

Perusahaan yang penjualannya relatif stabil dari waktu ke waktu dimungkinkan untuk dibelanjai dengan hutang yang lebih banyak daripada perusahaan yang penjualannya berfluktuasi atau musiman, karena perusahaan yang penjualannya musiman jika dibiayai dengan hutang yang besar dan disertai beban bunga yang tetap akan mengalami kesulitan keuangan pada saat penjualan mengalami penurunan atau ketika tidak musim.

3. Karakteristik industri

Karakteristik industri dapat dilihat dari berbagai aspek. Perusahaan yang padat modal sebaiknya lebih banyak dibiayai dengan modal sendiri, karena mengingat investasi dalam barang modal membutuhkan waktu yang lebih lama.

4. Struktur aktiva

Perusahaan yang memiliki aktiva lancar yang lebih besar dibandingkan total aktiva, dapat menggunakan hutang yang lebih besar untuk membiayai investasinya.

5. Sikap manajemen perusahaan

Biasanya bagi manajer perusahaan yang berani mengambil risiko (agresif) cenderung untuk membiayai investasi perusahaannya dengan hutang yang lebih banyak.

6. Sikap pemberi pinjaman

Saat ini pemberi pinjaman harus lebih berhati-hati dalam penyaluran kredit kepada nasabah sehingga penyaluran kredit akan dilakukan lebih selektif. Hal tersebut akan berdampak pada berkurangnya kesempatan perusahaan untuk mendapatkan pinjaman.

2.1.1.3 Pengukuran Struktur Finansial

Menurut Kasmir (2019:112), rasio solvabilitas atau *leverage ratio*, merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan hutang. Dalam arti luas, rasio solvabilitas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya baik jangka pendek maupun jangka panjang apabila perusahaan dibubarkan (dilikuidasi). Adapun jenis-jenis rasio solvabilitas diantaranya:

1. *Debt to Asset Ratio*

Debt to Asset Ratio merupakan rasio hutang yang digunakan untuk mengukur seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh hutang atau seberapa besar

hutang-hutang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva. Adapun rumusnya yaitu:

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total asset}}$$

Merurut Weston dan Copeland (1997) dalam Marpaung (2010:5), struktur keuangan dapat diukur dengan menggunakan metode *Debt to Asset Ratio* (DAR).

2. *Debt to Equity Ratio*

Debt to Equity Ratio merupakan rasio yang digunakan untuk menilai hutang dengan ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan hutang. Adapun rumusnya yaitu:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Ekuitas}}$$

3. *Long Term Debt to Equity Ratio*

Long Term Debt to Equity Ratio bertujuan untuk mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan hutang jangka panjang. Adapun rumusnya yaitu:

$$\text{LTDtER} = \frac{\text{Hutang jangka panjang}}{\text{ekuitas}}$$

4. *Times Interest Earned*

Times Interest Earned digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar biaya bunga. Adapun rumusnya yaitu:

$$\text{Times Interest Earned} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Biaya bunga (interest)}}$$

5. *Fixed Charge Coverage*

Fixed Charge Coverage atau lingkup biaya tetap merupakan rasio yang menyerupai rasio *Times Interest Earned*. Tetapi bedanya, dalam rasio ini dilakukan apabila perusahaan memperoleh hutang jangka panjang atau menyewa aktiva berdasarkan kontrak sewa (*Lease contract*). Adapun rumusnya yaitu:

$$\text{Fixed Charge Coverage} = \frac{\text{EBT} + \text{Biaya bunga} + \text{Kewajiban sewa/lease}}{\text{Biaya bunga} + \text{Kewajiban sewa/lease}}$$

2.1.2 *Investment Opportunity Set (IOS)*

2.1.2.1 *Definisi Investment Opportunity Set (IOS)*

Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Hidayah (2015:422), IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini masih merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Dalam Homer (2018:22), opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya.

Menurut Smith dan Watss (1992) dalam Marinda, dkk (2014:3), nilai *investment opportunity set (IOS)* dapat dihitung dengan kombinasi berbagai jenis

proksi yang mengimplementasikan nilai aktiva ditempat (berupa nilai buku aktiva, ekuitas, maupun perusahaan dimasa depan berupa nilai pasar perusahaan). Potensi pertumbuhan terlihat pada kesempatan investasi yang diproksikan dengan berbagai kombinasi nilai *investment opportunity set* (IOS).

Menurut Kallapur dan Trombley (1999) dalam Handriani (2015:87), menyatakan bahwa IOS perusahaan mempengaruhi cara perusahaan dinilai oleh manajer, pemilik, investor dan kreditor. IOS merupakan opsi untuk berinvestasi pada suatu proyek yang memiliki *net present value* positif.

Investment opportunity set (IOS) memberikan petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa akan datang (Myers, 1997) dalam (Laksito dan Sutapa, 2011:50).

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Sumarni, dkk (2014:203), menyatakan bahwa IOS sebagai salah satu indikator bagi investor untuk mengetahui kemungkinan tumbuh atau tidaknya suatu perusahaan. *Investment opportunity set* (IOS) berpengaruh bagi keputusan perusahaan dalam berinvestasi. Semakin banyak proksi IOS yang menentukan kelompok atau karakteristik perusahaan, semakin mengurangi kesalahan dalam penentuan klasifikasi tingkat pertumbuhan perusahaan, oleh karena itu *investment opportunity set* (IOS) memerlukan proksi yang mengimplikasikan nilai aset berupa nilai buku aset maupun ekuitas dan nilai kesempatan untuk perusahaan di masa depan.

Berdasarkan definisi-definisi yang telah dikemukakan diatas, maka penulis dapat menyimpulkan bahwa *investment opportunity set* (IOS) merupakan

kesempatan investasi suatu perusahaan yang diharapkan memperoleh *return* yang besar di masa depan, tetapi besarnya tergantung pada pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang dan dapat mempengaruhi cara pandang manajer, pemilik, investor serta kreditor. IOS dapat menunjukkan potensi pertumbuhan perusahaan.

2.1.2.2 Proksi *Investment Opportunity Set* (IOS)

Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Hidayah (2015:422), *investment opportunity set* (IOS) bersifat tidak dapat diobservasi, karena sifat IOS yang merupakan variabel tersembunyi (*Latent*), untuk dapat mengetahui ukuran suatu IOS maka diperlukan proksi IOS yang dapat dihubungkan dengan variabel lain dalam perusahaan. Menurut Gaver dan Gaver (1993), Jones dan Sharma (2001), dan Kallapur Trombley (2001) dalam Hidayah (2015:422), proksi *investment opportunity set* (IOS) diklasifikasikan menjadi 3 jenis utama, yaitu:

1. Proksi IOS berdasarkan harga (*Price-based Proxies*)

Proksi ini menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan dinyatakan dalam harga pasar. Proksi ini berdasarkan pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan tercermin dalam harga saham, dan pertumbuhan akan lebih besar dari nilai pasar relatif terhadap aktiva-aktiva yang dimiliki (*assets in place*). Menurut Myers (1997) dalam Marinda, dkk (2014:5), IOS yang didasari pada harga yang terbentuk merupakan rasio sebagai suatu aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Proksi IOS berdasarkan harga terdiri dari:

a. *Market Value to Book of Assets (MV/BVA).*

Rasio ini mencerminkan pertumbuhan perusahaan yang dinyatakan dalam harga pasar. Rasio MV/BVA mencerminkan peluang investasi yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi rasio ini artinya semakin besar asset perusahaan yang digunakan oleh perusahaan, maka akan semakin tinggi nilai IOS perusahaan. Menurut Myers (1997) dalam Marinda (2014:5), rumusnya adalah sebagai berikut:

$$MV/BVA = \frac{\text{Total aset} - \text{Total ekuitas} + (\text{Jumlah saham beredar} \times \text{Closing Price})}{\text{Total aset}}$$

b. *Market Value to Book of Equity (MV/BVE).*

Rasio ini mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan akan lebih besar dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya. Rumus MV/BVE menurut Myers (1997) dalam Marinda dkk, (2014:5) adalah:

$$MV/BVE = \frac{\text{Saham beredar} \times \text{Closing price}}{\text{Total ekuitas}}$$

c. *Tobin's Q.*

Rasio ini didefinisikan sebagai nilai pasar dari perusahaan dibagi *replacement cost* dari aset. Nilai pasar ditunjukkan dalam jumlah saham beredar dikalikan dengan harga penutupan pasar, *replacement cost* dari aset tercermin dari total hutang dan persediaan perusahaan dikurangi

aktiva lancar dibagi dengan total aktiva perusahaan. Rumus *Tobin's Q* menurut Myers (1997) dalam Marinda (2014:5) yaitu:

$$Tobins\ Q = \frac{(Saham\ beredar\ x\ Closing\ price) + TU + Persd - AL}{Total\ asset}$$

d. *Earning to Price* (EPS).

Rasio ini menunjukkan laba rata-rata saham yaitu laba per saham yang dibagi dengan harga penutupan saham. Adapun rumus EPS menurut Fahmi (2016:288) yaitu:

$$EPS = \frac{Earning\ After\ Tax}{Harga\ Penutupan\ Saham}$$

e. *Return on Equity* (ROE).

ROE adalah salah satu penilaian dari rasio penilaian laporan keuangan yang berguna untuk menilai seberapa besar kemampuan perusahaan untuk meningkatkan laba perusahaan dengan menggunakan modal perusahaan. Adapun rumus ROE menurut Fahmi (2016:291) yaitu:

$$ROE = \frac{Earning\ After\ Tax}{Total\ Ekuitas}$$

2. Proksi IOS berdasarkan investasi (*Investment-based Proxies*)

Proksi ini menunjukkan tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan nilai IOS suatu perusahaan (Kallapaur dan Trombley, 1999) dalam (Hidayah, 2015:4). Perusahaan-perusahaan yang memiliki IOS tinggi seharusnya juga memiliki tingkatan investasi yang tinggi pula dalam

bentuk aktiva yang ditempatkan atau yang diinvestasikan untuk waktu yang lama dalam suatu perusahaan. Proksi ini memiliki bentuk rasio yang membandingkan suatu pengukuran investasi yang telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan (Gagaring, 2003) dalam (Hidayah, 2015:4). Proksi berbasis investasi ini terdiri dari :

- a. Rasio *Capital Expenditure to Book Value of Assets* (CAPBVA).

Rasio ini menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan untuk tambahan aktiva produktif sehingga berpotensi terhadap pertumbuhan perusahaan. Menurut Myers (1997) dalam Marinda (2014:5) rumusnya adalah sebagai berikut:

$$\text{CAPBVA} = \frac{\text{Nilai Buku Aset Tetap}_t - \text{Nilai Buku Aset Tetap}_{t-1}}{\text{Total Aset}}$$

- b. Rasio *Capital Expenditure to Market Value of Assets* (CAPMVA).

Rasio ini menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham dalam perusahaan. Menurut Myers (1997) dalam Marinda (2014:5) rumusnya sebagai berikut:

$$\text{CAPMVA} = \frac{\text{Nilai Buku Aset Tetap}_t - \text{Nilai Buku Aset Tetap}_{t-1}}{\text{TA} - \text{TE} + (\text{Jumlah saham} \times \text{Closing price})}$$

c. Rasio *Investment to Net Sales*.

Rasio ini menggunakan investasi modal sesungguhnya sebagai suatu ukuran nilai buku *gross property, plant* dan *equipment*. Rumusnya adalah sebagai berikut:

$$Inv.to Net Sales = \frac{Investasi}{Net Sales}$$

3. Proksi IOS berdasarkan varian (*Variance Measures*)

Proksi ini mengungkapkan bahwa suatu pilihan akan menjadi lebih bernilai apabila menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya pilihan yang tumbuh, seperti variabilitas dan *return* yang mendasari peningkatan aset (Imam dan Indra, 2001) dalam (Hidayah, 2015:4). Rasio yang digunakan pada proksi ini adalah *Variance of Return* dan *Assets Beta*.

2.1.2.3 Faktor-faktor Lain yang Mempengaruhi *Investment Opportunity Set*

Menurut beberapa penelitian terdahulu terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi *investment opportunity set*, yaitu antara lain:

1. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan (Kasmir, 2019:115). Dalam penelitian Yendrawati dan Feby (2013) profitabilitas berpengaruh terhadap *investment opportunity*, profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Dengan besarnya jumlah laba ditahan, suatu perusahaan mungkin cenderung akan memilih pendanaan dari sumber tersebut daripada pinjaman.

Besarnya laba ditahan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam melakukan ekspansi, sehingga semakin tinggi laba profitabilitas maka laba ditahan dan *investment opportunity set* juga tinggi.

2. Rasio Aktivitas

Dalam penelitian Yendrawati dan Feby (2013) rasio aktivitas menunjukkan kemampuan serta efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan aktiva yang dimilikinya atau perputaran (*turnover*) dari aktiva-aktiva, rasio aktivitas yang diprosikan dengan *Total Asset Turnover Ratio* (TATR) berpengaruh terhadap *investment opportunity set*. Semakin tinggi tingkat aktivitas pada perusahaan maka semakin besar aliran kas yang diterima perusahaan berarti semakin efektif dalam mengelola aktivitas transaksi yang ada di perusahaan. Adanya tingkat efektivitas yang tinggi menunjukkan kesempatan bertumbuh perusahaan yang tinggi pada masa mendatang.

3. Ukuran Perusahaan

Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Utama dan Meiti (2015), bahwa semakin besar ukuran perusahaan dan semakin mapan perusahaan itu, maka perusahaan tersebut akan memiliki peluang investasi yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil. Selain itu, perusahaan dengan ukuran yang lebih besar memiliki informasi asimetris yang lebih rendah dan reputasi yang lebih tinggi, sehingga perusahaan memiliki akses yang lebih mudah dalam pembiayaan eksternal. Al Najjar dan Riahi-Belkaoui (2001) dalam Utama dan Meiti (2015), bahwa perusahaan kecil sering menghadapi keterbatasan atau kesulitan dalam menentukan pilihan dan

pelaksanaan proyek baru atau kesulitan dalam merestrukturisasi aset yang ada, sementara perusahaan besar cenderung mendominasi posisi pasar dalam industri mereka. Dengan kata lain, ukuran perusahaan yang lebih besar menghasilkan peluang investasi yang lebih besar.

2.1.3 Nilai Perusahaan

2.1.3.1 Definisi Nilai Perusahaan

Menurut Harmono (2016:50), nilai perusahaan dapat diukur melalui nilai harga saham di pasar, berdasarkan terbentuknya harga saham perusahaan di pasar, yang merupakan refleksi penilaian oleh publik terhadap kinerja perusahaan secara riil. Dikatakan secara riil karena terbentuknya harga di pasar merupakan bertemunya titik-titik kestabilan kekuatan penawaran harga yang secara riil terjadi transaksi jual beli surat berharga di pasar modal antara para penjual (emiten) dan para investor, atau sering disebut sebagai ekuilibrium pasar.

Menurut Myers (1977) dalam Handriani (2015:84), nilai perusahaan didasarkan atas dua elemen yaitu pertama aset riil yang dinilai secara independen dari peluang investasi masa depan perusahaan. Alasannya adalah ketika perusahaan memiliki aset riil seperti properti dan peralatan maka perusahaan dihadapkan pada sejumlah aktivitas yang dapat ditukarkan satu sama lain ketika aset riil rendah. Hal ini dilakukan untuk meminimalkan biaya agensi yang dapat timbul antara pemegang saham dan manajer (biaya yang berhubungan dengan tidak adanya penciptaan (*discretion*)). Kedua, *real option (growth option)* yang dinilai berdasarkan pilihan keputusan investasi masa depan perusahaan. Alasannya adalah ketika perusahaan memiliki risiko hutang, maka manajer bertindak atas nama

shareholder untuk menolak investasi yang berpotensi meningkatkan nilai perusahaan dengan alasan akan menambah manfaat bagi *debtholder*. Hal ini akan mengakibatkan masalah *under investment*.

Menurut Fahmi (2016:175), hutang yang terus tumbuh tanpa pengendalian hanya akan menimbulkan penurunan nilai perusahaan. Artinya publik akan ragu ketika perusahaan memiliki kondisi hutang yang *extreme leverage*, apakah hutang itu bisa dilunaskan atau tidak. Dan di saat keyakinan publik menurun maka reaksi negatif dari para pemegang saham akan terlihat yaitu dalam bentuk “pelepasan saham”.

Menurut Husnan (2015:2), nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual, semakin tinggi nilai perusahaan semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan. Definisi tersebut sama dengan yang disampaikan dalam penelitian Prasetyorini (2013:185), nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli (investor) apabila perusahaan tersebut dijual.

Menurut Fakhruddin dan Hardianto (2001) dalam Asih, dkk (2019:2.80.2), harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi, dan meningkatkan kepercayaan pasar tidak hanya terhadap kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa mendatang. Harga saham yang digunakan umumnya mengacu pada harga penutupan (*closing price*), dan merupakan harga yang terjadi pada saat saham diperdagangkan di pasar.

Berdasarkan definisi-definisi diatas maka penulis menyimpulkan bahwa nilai perusahaan merupakan refleksi penilaian oleh publik terhadap keberhasilan

kinerja suatu perusahaan yang dapat diukur dengan harga saham di pasar. Jika harga saham tinggi maka nilai perusahaan juga akan tinggi, serta meningkatkan kepercayaan pasar pada kinerja perusahaan saat ini maupun prospek di masa depan.

2.1.3.2 Jenis-jenis Nilai Perusahaan

Menurut Christiawan dan Tarigan (2007) dalam Hidayah (2015:424) terdapat beberapa konsep yang menjelaskan nilai perusahaan yaitu:

1. Nilai Nominal

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

2. Nilai Intrinsik

Nilai intrinsik merupakan konsep yang paling representatif untuk menentukan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik bukan sekedar harga dari sekumpulan nilai aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan dikemudian hari. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik mengacu pada perkiraan nilai riil suatu perusahaan.

3. 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.

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 hutang dengan jumlah saham yang beredar.

5. Nilai Pasar

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

2.1.3.3 Faktor-Faktor Lain yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan

Menurut beberapa penelitian terdahulu, terdapat faktor-faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu diantaranya:

1. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan (Kasmir, 2019:115). Semakin baik pertumbuhan profitabilitas perusahaan berarti prospek perusahaan di masa depan dinilai semakin baik di mata investor. Apabila kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba meningkat, maka harga saham juga akan meningkat (Husnan, 2001) dalam (Sudiani dan Darmayanti, 2016:4547).

2. Kebijakan dividen

Kebijakan dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, penjagaan stabilitas dividen dari waktu ke waktu, pembagian dividen saham, dan pembelian kembali saham (Harmono, 2016:13). Fama dan French (1998) dalam Kayobi dan Anggraeni

(2015:103), menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari kebijakan dividen memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

3. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham perusahaan oleh manajer atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung akan bekerja lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah dirinya sendiri sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Christiawan dan Tarigan, 2007) dalam (Hidayah, 2015:425).

4. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara antara lain dengan total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan lain-lain. Perusahaan-perusahaan besar mempunyai lebih banyak sumberdaya untuk meningkatkan nilai perusahaan karena memiliki akses yang lebih baik terhadap sumber-sumber informasi eksternal dibandingkan dengan perusahaan kecil (Prasetyorini, 2013:187).

2.1.3.4 Pengukuran Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dapat dihitung dengan rasio nilai pasar. Menurut Margaretha (2011:27), rasio nilai pasar terdiri dari

1. *Price Earning Ratio* (PER)

Rasio ini menunjukkan berapa yang harus dibayar oleh investor untuk setiap Rp1 laba periode berjalan. Menurut Margaretha (2011:27) rumusnya yaitu:

$$\text{PER} = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earning per share}}$$

2. Price Book Value (PBV)

Price to Book Value (PBV) merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per saham (Brigham Houston, 2006:111) dalam (Hidayah, 2015:425). Rasio ini menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Semakin tinggi rasio ini berarti pasar semakin percaya akan prospek perusahaan (Sugiono,2009:24) dalam (Hidayah, 2015:425).

$$\text{PBV} = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Book value per share}}$$

3. Tobin's Q

Tobin's Q diperkenalkan oleh James Tobin pada tahun 1969, *tobin's q* adalah indikator untuk mengukur kinerja perusahaan, khususnya tentang nilai perusahaan, yang menunjukkan suatu proforma manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan. *Tobin's q* memberikan gambaran tidak hanya pada aspek fundamental, tetapi juga sejauh mana pasar menilai perusahaan dari berbagai aspek yang dilihat oleh pihak luas termasuk investor. Pengukuran rasio *Tobin's Q* sebagai indikator kinerja perusahaan akan lebih memiliki arti jika dilihat nilai rasio setiap tahun. Adanya perbandingan akan diketahui peningkatan kinerja keuangan perusahaan tiap tahun, sehingga harapan investor terhadap pertumbuhan investasinya menjadi lebih tinggi (Prasetyorini, 2013:186). Menurut Smittthers dan Wright (2007:37) dalam Prasetyorini (2013:186), *Tobin's Q* dapat dihitung dengan rasio nilai pasar saham perusahaan ditambah

dengan hutang lalu membandingkan dengan total asset perusahaan. Rumusnya adalah sebagai berikut:

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Debt}}{\text{Total Asset}}$$

Keterangan:

MVE (*Market Value of Equity*)= nilai pasar dari jumlah lembar saham yang beredar yang diperoleh dari jumlah saham yang beredar x *Closing Price*.

Debt= Nilai total kewajiban perusahaan

Analisis *Tobin's Q*:

- *Tobin's Q* < 1 maka menunjukkan bahwa nilai buku asset perusahaan lebih besar dari nilai pasar perusahaan, sehingga perusahaan akan menjadi sasaran akuisisi yang menarik baik untuk digabungkan dengan perusahaan lain ataupun untuk likuidasi karena nilai saham tersebut dihargai rendah (*undervalued*). Logikanya pembeli perusahaan memperoleh asset dengan harga yang lebih murah dibanding jika asset tersebut dijual kembali.
- *Tobin's Q* > 1 menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan lebih tinggi dibandingkan nilai buku assetnya, sehingga mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi sehingga nilai perusahaan lebih dari sekedar nilai assetnya (*overvalued*).

2.2 Kerangka Pemikiran

Tujuan utama suatu perusahaan berdasarkan *theory of the firm* yang diungkapkan oleh Salvatore (2005) dalam Hermuningsih (2012:232) adalah untuk

meningkatkan kesejahteraan pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Dalam menjalankan aktivitas operasinya, perusahaan membutuhkan dana baik dari internal maupun dari eksternal. Pendanaan eksternal berupa pendanaan jangka panjang dapat diperoleh dari pasar modal. Di sisi lain, perkembangan perekonomian saat ini semakin membaik, membuat persaingan dalam dunia usaha menjadi semakin ketat sehingga perusahaan harus mampu mempertahankan kelangsungan operasi perusahaannya agar tujuannya dalam meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai. Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, tetapi faktor yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah struktur finansial dan *investment opportunity set* (IOS).

Struktur finansial merupakan cara yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivitya baik melalui hutang jangka panjang, hutang jangka pendek maupun modal pemegang saham. Sejalan dengan definisi yang dipaparkan oleh Weston dan Copeland (1997) dalam Marpaung (2010:4), bahwa struktur finansial adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya. Indikator yang digunakan dalam struktur finansial adalah *debt to asset ratio* (DAR), pemilihan indikator ini karena mencerminkan seberapa banyak aktiva perusahaan yang dibiayai oleh hutang. Menurut Fahmi (2016:175), hutang yang terus tumbuh tanpa pengendalian hanya akan menimbulkan penurunan nilai perusahaan. Artinya publik akan ragu ketika perusahaan memiliki kondisi hutang yang *extreme leverage*, apakah hutang itu bisa dilunaskan atau tidak. Dan di saat keyakinan publik menurun maka reaksi negatif dari para pemegang saham akan terlihat yaitu dalam bentuk “pelepasan saham”.

Tetapi hutang juga dapat meningkatkan nilai perusahaan, apabila perusahaan menggunakan hutang tersebut dengan optimal. Karena dengan adanya hutang maka akan menimbulkan biaya bunga, dan biaya bunga tersebut dapat mengurangi pajak yang harus dibayar perusahaan.

Pernyataan struktur finansial berpengaruh terhadap nilai perusahaan didukung oleh *trade off theory* yang diperkenalkan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1963. Teori ini beranggapan bahwa keuntungan penggunaan hutang muncul karena peranan biaya bunga sebagai pengurang di dalam perhitungan laba kena pajak perusahaan. Jadi perusahaan membayar pajak penghasilan yang lebih rendah. Akibatnya penggunaan hutang akan meningkatkan harga saham dan selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan (Bararuallo, 2011).

Struktur finansial memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan, karena suatu perusahaan dalam menjalankan operasinya membutuhkan pendanaan baik pendanaan internal maupun eksternal. Jika dilihat dari indikatornya yaitu *Debt to Asset Ratio*, menunjukkan jika *Debt to Total Asset* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan menurut I Gusti Made Andrie Kayobi dan Desy Anggraeni (2015) dan Rahmat Hidayat (2018). Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Asmaul Husna dan Ibnu satria (2019) yaitu DAR tidak berpengaruh terhadap *firm value*.

Investment opportunity set (IOS) merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini masih merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. IOS bersifat tidak dapat

diobservasi, sehingga pengukurannya harus menggunakan proksi (Gaver dan Gaver (1993) dalam Hidayah (2015:422)). Proksi yang digunakan dalam penelitian ini adalah proksi berdasarkan harga, dengan indikator *Market to Book Value of Equity* (MV/BVE), pemilihan indikator ini karena mencerminkan prospek pertumbuhan perusahaan dinyatakan dalam harga saham. *Investment opportunity set* (IOS) merupakan alternatif dari suatu perusahaan untuk memanfaatkan laba bersih yang dihasilkannya. Laba tersebut bisa digunakan untuk berinvestasi kembali atau dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Perusahaan harus pintar dalam mengambil keputusan tersebut karena nantinya akan mempengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan. Jika laba tersebut digunakan untuk berinvestasi maka dimungkinkan prospek pertumbuhan perusahaan itu bagus dan itu memberikan sinyal positif kepada investor sehingga para investor memberikan respon positif pula terhadap perusahaan yang memiliki nilai IOS tinggi, karena perusahaan yang memiliki nilai IOS tinggi dinilai baik oleh pasar serta dipercaya akan lebih menjanjikan di masa yang akan datang. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hidayah (2015:426), semakin tinggi rasio *investment opportunity set* (IOS) semakin tinggi pula nilai perusahaan. Hal ini menandakan bahwa perusahaan dengan nilai pasar yang tinggi dinilai baik oleh investor melalui harga saham yang tinggi.

Pernyataan mengenai pengaruh IOS terhadap nilai perusahaan juga didukung oleh *signalling theory* yang diperkenalkan oleh Michael Spence (1973), yang mana perusahaan akan memberikan sinyal positif kepada investor, sehingga investor akan memberikan respon yang positif pula terhadap perusahaan yang

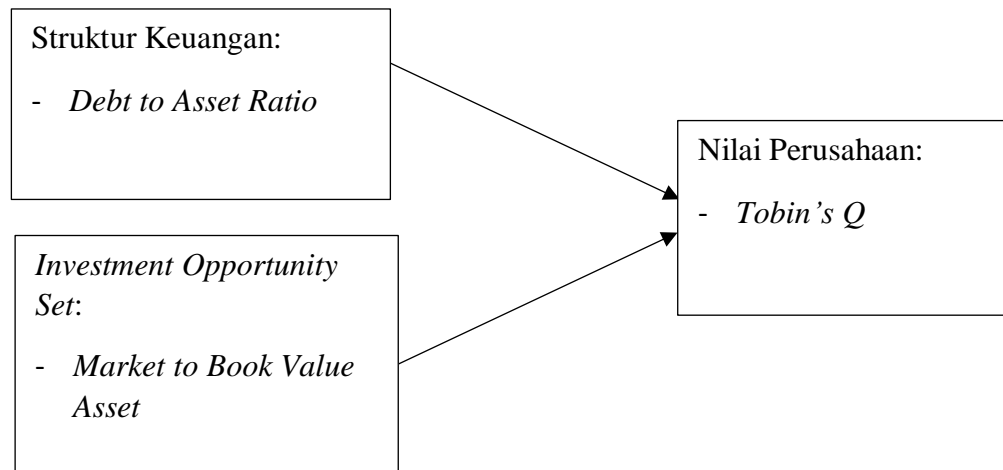
memiliki IOS tinggi, karena lebih menjanjikan IOS di masa yang akan datang (Suartawan dan Yasa, 2014:2016).

Investment Opportunity Set (IOS) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, pernyataan ini didukung oleh beberapa penelitian yaitu menurut Eka Handriani dan Tjiptowati Endang Irianti (2015), Ni Kadek Ayu Sudiani dan Darmayanti (2016), Lia Uzliawati, et al (2018), Ghina Hamidah dan Nana Umdiana (2017), Sudiani N.K.A. dan Wiksuana I G.B (2018), Ida Ayu Made Chandra Dewi, dkk (2019). Dan menurut Indriasid Tri Wijaya (2014) dan I Gst. Ngr. Putu Adi Suartawan dkk (2016), IOS berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Menurut Nurul Hidayah (2015), IOS berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Menurut penelitian Zainab Morovvati Siboni et al (2015), terdapat hubungan positif dan langsung antara peluang investasi dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan. Menurut Mikail dan Arkan (2011), terdapat hubungan signifikan antara nilai perusahaan dengan struktur finansial. Sedangkan menurut Herry Laksito dan Sutapa (2011) set kesempatan investasi tidak dapat memediasi secara signifikan atas pengaruh kepemilikan saham manajerial terhadap nilai perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan refleksi dari masyarakat terhadap kinerja suatu perusahaan yang dicerminkan melalui harga saham. Dan menurut Prasetyorini (2013:185) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Indikator yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Tobin's Q*. Pemilihan indikator ini karena *Tobin's Q* memberikan informasi paling baik, semua unsur hutang dan modal saham

perusahaan dimasukkan dan *Tobin's Q* juga tidak hanya memberikan gambaran berdasarkan aspek fundamental saja tetapi juga sejauh mana pasar menilai perusahaan dari berbagai aspek yang dilihat oleh pihak luas termasuk investor. Jika *Tobin's Q* kurang dari 1 maka perusahaan akan menjadi sasaran akuisisi yang menarik baik untuk digabungkan dengan perusahaan lain atau untuk likuidasi karena nilai buku aset perusahaan lebih besar dari nilai saham perusahaan. Dan jika *Tobin's Q* lebih dari 1 maka perusahaan memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi karena nilai pasar perusahaan lebih tinggi dari nilai buku asetnya.

Berdasarkan teori yang telah dipaparkan dan mengacu pada penelitian terdahulu, maka kerangka pemikiran dapat digambarkan yaitu seperti gambar berikut:



Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran

2.3 Hipotesis

Menurut Sugiyono (2017:63), menyebutkan bahwa “Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, dimana rumusan masalah

penelitian telah dinyatakan dalam bentuk kalimat pertanyaan”. Dari uraian kerangka pemikiran diatas, maka penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

1. Struktur finansial dan *investment opportunity set* (IOS) secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
2. Struktur finansial dan *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh secara bersama-sama terhadap nilai perusahaan.