BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 Keputusan Investasi

2.1.2.1 Definisi Keputusan Investasi

Menurut Achmad dan Amanah (2014:4) keputusan investasi merupakan salah satu dari fungsi manajemen keuangan yang menyangkut pengalokasi dana baik dana yang bersumber dari dalam maupun luar perusahaan pada berbagai bentuk keputusan investasi dengan tujuan memperoleh keuntungan yang lebih besar dari biaya dana di masa yang akan datang.

Menurut Moeljadi (2006:121) investasi merupakan suatu kegiatan melepas sejumlah dana pada saat sekarang dengan harapan untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dimasa yang akan datang dari sejumlah dana yang dilepaskan pada saat berinvestasi di awal.

Keputusan investasi bisa digabungkan ke dalam investasi jangka pendek berupa investasi ke dalam kas, surat-surat berharga jangka pendek, piutang, dan persediaan ataupun investasi jangka panjang dalam bentuk tanah, gedung, kendaraan, mesin, peralatan, produksi, dan aktiva tetap lainnya. Dan investasi juga merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang ditentukan pada saat ini, dengan tujuan menggapai sejumlah keuntungan atau laba di masa yang akan datang (Tandelilin, 2010:65).

Menurut Riyanto (2011:256) keputusan investasi merupakan keputusan yang paling penting di antara ketiga bidang keputusan keuangan yang lainnya

(keputusan pendanaan dan kebijakan dividen). Hal ini, karena keputusan mengenai investasi akan berpengaruh langsung terhadap besarnya rentabilitas investasi dan aliran kas perusahaan untuk waktu-waktu berikutnya.

Sugiono (2015:152) menjelaskan bahwa keputusan investasi modal (*capital investment decision*) merupakan investasi jangka panjang untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang, dimana berkaitan dengan proses perencanaan, penetapan tujuan, pengaturan pendanaan, serta penggunaan kriteria tertentu untuk memilih aktiva jangka panjang.

Keputusan investasi merupakan keputusan yang menyangkut mengenai menanamkan modal di masa sekarang untuk mendapatkan hasil atau keuntungan di masa yang akan datang. Menurut Prasetio (2011:109) mengatakan bahwa manajer yang berhasil menciptakan keputusan investasi yang tepat maka aset yang diinvestasikan akan menghasilkan kinerja yang optimal sehingga memberikan suatu sinyal positif kepada investor yang nantinya akan meningkatkan harga saham dan nilai perusahaan.

2.1.2.2 Teori Keputusan Investasi

Teori keputusan investasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *signalling theory*. Teori asimetri informasi (*asymmetric information theory*), atau dikenal juga dengan teori signal (*signaling theory*) dikembangkan pada ilmu ekonomi dan keuangan yang dilandasi pemikiran bahwa orang dalam perusahaan (*insider*) pada umumnya memiliki informasi lebih baik tentang perusahaan dibandingkan dengan investor luar (*outsider*). Memang, manajer tidak begitu mengetahui tentang harga pasar saham dan tingkat suku bunga (*interest rates*)

yang akan berlaku di masa mendatang. Tetapi mereka tentu akan memahami dan mengetahui tentang prospek perusahaan (Jesilia dan Purwaningsih, 2020:158).

Menurut Brigham dan Houston (2018:187) isyarat atau signal adalah suatu tindakan yang diambil perusahaan untuk memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Sinyal-sinyal yang diberikan berupa informasi mengenai apa saja yang sudah dilakukan oleh manajamen untuk merealisasikan keinginan pemilik yakni pemegang saham. Informasi ini penting bagi para investor dan para pelaku bisnis karena informasi tersebut menyajikan keterangan, catatan atau gambaran, baik untuk keadaan masa lalu, saat ini, maupun masa depan bagi kelangsungan dan efeknya bagi perusahaan.

Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Tentunya bahwa manajer memiliki informasi perusahaan lebih baik dari pada pemegang saham, sehingga menyebabkan terjadinya informasi yang tidak simetri antara manajer dan pemegang saham. Adanya asimetri informasi tersebut maka manajer perlu menyampaikan suatu sinyal ke pasar mengenai kondisi perusahaan. Sehingga masyarakat luas mampu menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Hubungan teori sinyal (*signaling theory*) dengan penelitian ini adalah adanya dorongan dari pihak perusahaan untuk menginformasikan laporan keuangannya kepada pihak luar, yang bertujuan untuk menghindari adanya asimetris informasi antara pihak perusahaan dengan pihak eksternal. Melalui laporan keuangan tersebut para investor bisa mengetahui bagaimana kinerja keuangan perusahaan,

sebab didalam laporan tersebut berisikan rasio-rasio keuangan yang mencerminakan keadaan perusahaan.

2.1.2.3 Dasar Keputusan Investasi

Menurut Tandelilin (2010:9) dasar keputusan investasi terdiri dari tingkat *return* harapan, tingkat risiko serta hubungan antara *return* dan risiko. Berikut ini akan dibahas masing-masing dasar keputusan investasi tersebut.

1. Tingkat *return* harapan

   Alasan utama orang berinvestasi adalah untuk memperoleh keuntungan. Dalam konteks manajemen investasi tingkat keuntungan investasi disebut sebagai *return*. *Return* harapan investor dari investasi yang dilakukannya merupakan kompensasi atas biaya kesempatan (*opportunity cost*) dan risiko penurunan daya beli akibat adanya pengaruh inflasi.

   Dalam konteks manajemen investasi, perlu dibedakan antara *return* harapan (*expected return*) dan *return* aktual atau yang terjadi (*realized return*). *Return* harapan merupakan tingkat *return* yang diantisipasi investor di masa datang. Sedangkan *return* yang terjadi atau *return* aktual merupakan tingkat *return* yang telah diperoleh investor pada masa lalu. Ketika investor menginvestasikan dananya, dia akan mensyaratkan tingkat *return* tertentu. Dan jika periode investasi telah berlalu, investor tersebut akan dihadapkan pada tingkat *return* yang sesungguhnya dia terima. Antara tingkat *return* harapan dan tingkat *return* aktual yang diperoleh investor dari investasi yang dilakukan mungkin saja berbeda. Perbedaan antara *return* harapan dengan *return* yang benar-benar diterima (*return* aktual) merupakan risiko yang harus selalu dipertimbangkan

dalam proses investasi sehingga dalam berinvestasi di samping memperhatikan tingkat *return*, investor harus selalu mempertimbangkan tingkat risiko suatu investasi.

2. Risiko

   Sudah sewajarnya jika investor mengharapkan *return* yang setinggi-tingginya dari investasi yang dilakukannya. Tetapi, ada hal penting yang harus selalu dipertimbangkan, yaitu berapa besar risiko yang harus ditanggung dari investasi tersebut. Umumnya semakin besar risiko, maka semakin besar pula tingkat *return* harapan.

3. Hubungan tingkat risiko dan *return* harapan

   Hubungan tingkat risiko dan *return* yang diharapkan merupakan hubungan yang bersifat searah dan linear. Artinya, semakin besar risiko suatu aset maka semakin besar pula *return* harapan atas aset tersebut, demikian sebaliknya.

2.1.2.4 Proses Keputusan Investasi

Menurut Tandelilin (2010:12) proses keputusan investasi merupakan proses keputusan yang berkesinambungan (*going process*). Proses keputusan investasi terdiri dari lima tahap keputusan yang berjalan terus-menerus sampai tercapai keputusan investasi yang terbaik. Tahap-tahap keputusan tersebut meliputi:

1. Penentuan tujuan investasi

   Tahap pertama dalam proses keputusan investasi adalah penentuan tujuan investasi yang akan dilakukan. Tujuan investasi masing-masing investor bisa

berbeda-beda tergantung pada investor yang membuat keputusan tersebut. Misalnya, lembaga dana pensiun yang bertujuan untuk memperoleh dana untuk membayar dana pensiun nasabahnya di masa depan mungkin akan memilih investasi pada portofolio reksa dana. Sedangkan bagi institusi penyimpan dana seperti bank misalnya, mempunyai tujuan untuk memperoleh *return* yang lebih tinggi diatas biaya investasi yang dikeluarkan. Mereka biasanya lebih menyukai investasi pada sekuritas yang mudah diperdagangkan ataupun pada penyaluran kredit yang lebih berisiko tetapi memberikan harapan *return* yang tinggi.

2. Penentuan kebijakan investasi

   Tahap kedua ini merupakan tahap penentuan kebijakan untuk memenuhi tujuan investasi yang telah ditetapkan. Tahap ini dimulai dengan penentuan keputusan alokasi aset (*asset allocation decision*). Keputusan ini menyangkut pendistribusian dana yang dimiliki pada berbagai kelas aset yang tersedia (saham, obligasi, *real estate* ataupun sekuritas luar negeri). Investor juga harus memperhatikan berbagai batasan yang mempengaruhi kebijakan investasi seperti seberapa besar dana yang dimiliki dan porsi pendistribusian dana tersebut serta beban pajak dan pelaporan yang harus ditanggung.

3. Pemilihan strategi portofolio

   Strategi portofolio yang dipilih harus konsisten dengan dua tahap sebelumnya. Ada dua strategi portofolio yang bisa dipilih, yaitu strategi portofolio aktif dan strategi portofolio pasif. Strategi portofolio aktif meliputi kegiatan penggunaan informasi yang tersedia dan teknik-teknik peramalan secara aktif untuk

mencari kombinasi portofolio yang lebih baik. Strategi portofolio pasif meliputi aktivitas investasi pada portofolio yang seiring dengan kinerja indeks pasar. Asumsi strategi pasif ini adalah bahwa semua informasi yang tersedia akan diserap pasar dan direfleksikan pada harga sahan.

Dengan strategi aktif, investor berusaha mengidentifikasi saham-saham yang dia pertimbangkan akan bagus di masa mendatang. Dengan kata lain, dia mencoba mencari *winners*. Sebaliknya dengan strategi pasif, investor dapat membeli reksa dana (*mutual fund*), dimana fungsi pertimbangan alokasi aset dan pemilihan sekuritas dipindahkan kepada manajer investasi dalam reksa dana tersebut.

4. Pemilihan aset

   Setelah strategi portofolio ditentukan, tahap selanjutnya adalah pemilihan aset-aset yang akan dimasukkan dalam portofolio. Tahap ini memerlukan pengevaluasian setiap sekuritas yang ingin dimasukkan dalam portofolio. Tujuan tahap ini adalah untuk mencari kombinasi portofolio efisien, yaitu portofolio yang menawarkan *return* diharapkan yang tertinggi dengan tingkat risiko tertentu atau sebaliknya menawarkan *return* diharapkan tertentu dengan tingkat risiko terendah.

5. Pengukuran dan evaluasi kinerja portofolio

   Tahap ini merupakan tahap paling akhir dari proses keputusan investasi. Meskipun demikian, adalah salah kaprah jika kita langsung mengatakan bahwa tahap ini adalah tahap terakhir, karena sekali lagi, proses keputusan investasi merupakan proses keputusan yang berkesinambungan dan terus menerus.

Artinya, jika tahap pengukuran dan evaluasi kinerja telah terlewati dan ternyata hasilnya kurang baik, maka proses keputusan investasi harus dimulai lagi dari tahap pertama, demikian seterusnya sampai dicapai keputusan investasi yang paling optimal. Tahap pengukuran dan evaluasi kinerja ini meliputi pengukuran kinerja portofolio dan pembandingan hasil pengukuran tersebut dengan kinerja portofolio lainnya melalui proses *benchmarketing*. Proses *benchmarketing* ini biasanya dilakukan terhadap indeks portofolio pasar, untuk mengetahui seberapa baik kinerja portofolio yang telah ditentukan dibandingkan dengan kinerja portofolio lainnya (portofolio pasar).

2.1.2.5 Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Investasi

Menurut Lubis dan Zulam (2016:149) terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi investasi antara lain:

1. Suku bunga

   Tingkat bunga menentukan jenis-jenis investasi yang akan memberikan keuntungan kepada para pemilik modal (investor).

2. Tingkat keuntungan investasi yang diramalkan

   Ramalan mengenai keuntungan di masa depan akan memberikan gambaran pada investor mengenai jenis usaha yang prospektif dan dapat dilaksanakan di masa depan dan besarnya investasi yang harus dilakukan untuk memenuhi tambahan barang-barang modal yang diperlukan.

3. Tingkat pendapatan nasional dan perubahan-perubahannya

   Dengan bertambahnya pendapatan nasional maka tingkat pendapatan masyarakat akan meningkat, daya beli masyarakat juga meningkat, *total aggregate demand* meningkat yang pada akhirnya akan mendorong tumbuhnya investasi lain (*induced investment*).

4. Keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan

   Semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan, maka akan mendorong para investor untuk menyediakan sebagian dari keuntungan yang diperoleh untuk investasi-investasi baru.

5. Situasi politik

   Kestabilan politik suatu negara akan menjadi pertimbangan tersendiri bagi investor terutama para investor asing untuk menanamkan modalnya. Mengimgat bahwa investasi memerlukan jangka waktu yang relatif lama untuk memperoleh kembali modal yang ditanam dan memperoleh keuntungan sehingga stabilitas politik jangka panjang akan sangat diharapkan oleh para investor.

6. Kemajuan teknologi

   Dengan adanya temuan-temuan teknologi baru (inovasi), maka akan semakin banyak kegiatan pembaharuan yang akan dilakukan oleh investor, sehingga semakin tinggi tingkat investasi yang akan dicapai.

7. Kemudahan-kemudahan yang diberikan pemerintah

   Tersedianya berbagai sarana dan prasarana awal seperti jalan raya, listrik dan sistem komunikasi akan mendorong para investor untuk menanamkan modalnya di suatu daerah.

2.1.2.6 Pengukuran Keputusan Investasi

Menurut Tandelilin (2010:320) *Price Earning Ratio* (PER) merupakan rasio atau perbandingan antara harga saham terhadap *earning* perusahaan. Investor akan menghitung berapa kali (*multiplier*) nilai *earning* yang tercermin dalam harga suatu saham.

Rumus untuk menghitung PER suatu saham adalah dengan membagi harga saham perusahaan terhadap *earning* per lembar saham, rumus untuk menghitung PER adalah sebagai berikut. (Tandelilin, 2010:320)

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga Saham}}{\textit{Earning} \text{ per Lembar Saham}}$$

Menurut Wijaya (2016:22) menyatakan bahwa keputusan investasi dapat dilihat dari pertumbuhan aset. Jika keputusan investasi yang dilakukan oleh seorang manajer tepat, maka perusahaan tersebut akan menghasilkan kinerja yang optimal dan dapat meningkatkan pertumbuhan aset. Maka dari itu keputusan investasi diukur dengan rumus *Total Aset Growth* (TAG) :

$$TAG = \frac{\text{Total Aset t} - \text{Total Aset t-1}}{\text{Total Aset t-1}}$$

Dalam penelitian ini Keputusan Investasi di ukur dengan menggunakan *Total Asset Growth* (TAG), karena dapat mengukur besarnya pertumbuhan investasi pada aktiva tetap yang dilakukan oleh perusahaan.

2.1.2 Pendanaan

2.1.2.1 Definisi Pendanaan

Pada prinsipnya, setiap perusahaan membutuhkan dana. Pemenuhan dana atau pendanaan tersebut dapat berasal dari sumber intern maupu sumber ekstern. Kebutuhan dana suatu perusahaan pada umumnya merupakan gabungan antara dana jangka pendek dan dana jangka panjang. Untuk memenuhi kebutuhan jangka pendek digunakan sumber pembiayaan dari hutang jangka pendek atau hutang lancar, misalnya hutang dagang. Sedangkan kebutuhan dana jangka panjang, seperti pemenuhan dana untuk peningkatan kapasitas produksi maka hendaknya digunakan pembiayaan jangka panjang. Pembiayaan jangka panjang ini bisa berasal dari modal asing (hutang jangka panjang) maupun yang berasal dari modal saham (penerbitan saham baru) (Rakhimsyah dan Barbara, 2011:4).

Menurut Yuesti dan Kepramareni (2019:7) pendanaan adalah keputusan yang berhubungan dengan penentuan sumber dana yang akan digunakan, penentuan perimbangan pendanaan yang optimal, dan perusahaan menggunakan sumber dana dari dalam perusahaan atau akan mengambil dari luar perusahaan.

Dalam memilih alternatif pendanaan untuk membiayai kegiatan perusahaan, maka yang akan menjadi pertimbangan adalah bagaimana perusahaan dapat menciptakan kombinasi yang menguntungkan antara penggunaan dana dari modal saham dengan dana yang berasal dari hutang. Hal ini menyangkut masalah keberadaan struktur modal perusahaan yang menggambarkan pengaturan komposisi modal yang tepat antara hutang jangka panjang dengan modal saham. Murtini (2008:98) menyatakan keputusan pendanaan merupakan cara bagaimana perusahaan dapat mendanai kegiatan operasinya secara optimal, dan juga bagaimana cara perusahaan mengkomposisikan sumber dana optimal yang harus dipertahankan.

Menurut Sutrisno (2015:5) keputusan pendanaan adalah kebijakan struktur modal. Manajer keuangan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi dari sumber-sumber dana yang ekonomis bagi perusahaan. Dengan kata lain, keputusan pendanaan adalah penetapan sumber pendanaan kedalam struktur modal yang akan digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan.

2.1.2.2 Teori Pendanaan

Teori pendanaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Trade off Theory*. Menurut Umdiana dan Claudia (2020:55) *Trade off Theory* membahas mengenai hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Esensi *Trade off Theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan utang. Sejauh manfaat lebih besar

dari pengorbanan yang dilakukan maka tambahan utang masih diperkenankan. Sedangkan apabila pengorbanan karena penggunaan utang sudah lebih besar maka tambahan utang sudah tidak diperbolehkan. Berdasarkan teori ini, perusahaan berusaha mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan memaksimumkan nilai pasar.

Teori ini menjelaskan bahwa hutang tidak hanya memberikan manfaat, tetapi juga ada pengorbanan biayanya. Dengan teori ini manajemen akan memikirkan dan mempertimbangkan antara penghematan pajak dan resiko kebangkrutan dalam penentuan struktur modal. *Trade-off theory* juga menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal dibawah titik optimal maka setiap penambahan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika struktur modal berada diatas titik optimal maka setiap penambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan (I Made Sudana, 2015:172).

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2015:282), *Trade off Theory* menjelaskan bahwa penggunaa utang tidak hanya memberi manfaat tetapi juga ada pengorbanannya. Manfaat penggunaan utang berasal dari penghematan pajak karena sifat *tax deductibility of interest payment* (pembayaran bunga bisa dipakai untuk mengurangi beban pajak). Tetapi juga dapat memunculkan biaya kebangkrutan yang terdiri dari *legal fee* dan *distress price*. Kemungkinan terjadinya kebangkrutan akan semakin besar apabila perusahaan menggunakan utang yang semakin besar. Semakin besar kemungkinan terjadi kebangkrutan, dan semakin besar biaya kebangkrutan, maka semakin enggan perusahaan menggunakan utang yang banyak.

Kesimpulannya adalah penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya sampai titik tertentu. Model *trade off* tidak dapat menentukan secara tepat struktur modal yang optimal karena sulit untuk menentukan secara tepat *present valuecost offinancial distress* dan *present value agency cost*. Menurut Mirza (1996), *the trade off model* memang tidak dapat dipergunakan untuk menentukan modal yang optimal secara akurat dari suatu perusahaan tetapi melalui model ini memungkinkan dibuat tiga kesimpulan tentang penggunaan *leverage* yaitu:

1. Perusahaan dengan risiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan utang yang lebih besar.
2. Perusahaan yang memiliki *tangible assets* dan *marketable assets* seharusnya dapat menggunakan hutang yang lebih besar dari pada perusahaan yang memiliki nilai terutama dari *intangible assets*. Hal ini disebabkan *intangible assets* lebih mudah untuk kehilangan nilai apabila terjadi *financial distress*, dibandingkan standar *asset* dan *tangible assets*.
3. Perusahaan di negara yang tingkat pajaknya tinggi seharusnya memuat utang yang lebih besar dalam struktur modalnya daripada perusahaan yang dibayarkan diakui pemerintah sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan.

2.1.2.3 Komponen Struktur Modal

Menurut Gitman dan Zutter (2012) dalam Dewi dan Lestasi (2014) modal dapat dibagi menjadi 2, yaitu modal hutang dan modal ekuitas.

1. Modal hutang (*debt capital*)

   Modal hutang adalah seluruh pinjaman dana jangka panjang yang diperoleh perusahaan. Hutang jangka panjang adalah hutang yang jangka waktunya lebih dari 1 tahun. Instrumen hutang dibagi menjadi dua yaitu sebagai berikut.

   1) Pinjaman berjangka (*term loan*)

      Suatu perjanjian antara pihak peminjam dan pemberi pinjaman, dimana pihak peminjam setuju untuk membayar bunga dan pokok pinjaman pada waktu tertentu kepada pihak yang meminjamkan (jangka waktunya antara tiga sampai dengan lima hari).

   2) Obligasi (*bond*)

      Suatu perjanjian jangka panjang dimana pihak peminjam setuju untuk membayar bunga dan pokok pinjaman pada waktu tertentu kepada pemegang obligasi. Obligasi disebut juga pinjaman berjangka, tetapi penerbitan obligasi biasanya disebarluaskan dan ditawarkan kepada publik. Jadi dalam penerbitan obligasi ada lebih dari satu pemberi pinjaman.

2. Modal ekuitas (*equity capital*)

   Modal ekuitas terdiri dari dana jangka panjang yang disajikan oleh kepemilikan perusahaan, yaitu para pemegang saham. Modal ekuitas dapat dibedakan menjadi tiga, yaitu sebagai berikut.

1) Saham biasa (*common stock*)

   Saham biasa adalah suatu sertifikat yang memiliki fungsi sebagai bukti kepemilikan suatu perusahaan dengan berbagai aspek-aspek penting bagi perusahaan. Pemegang saham akan mendapatkan hak untuk menerima sebagian pendapatan tetap (*dividend*) dari perusahaan serta kewajiban menanggung resiko kerugian yang ditanggung perusahaan.

2) Saham istimewa (*preferred stock*)

   Saham istimewa adalah bentuk khusus dari kepemilikan yang mempunyai dividen tetap secara berkala. Pemilik saham istimewa akan diprioritaskan terlebih dahulu dalam pembayaran dividen sebelum dibagikan kepada pemilik saham biasa.

3) Laba ditahan (*retained earning*)

   Laba ditahan adalah jumlah dari seluruh perolehan dividen bersih yang ditahan, dan diinvestasikan ulang oleh perusahaan. Laba tidak dibagikan kepada pemilik sebagai dividen sehingga laba ditahan merupakan bentuk pendanaan internal perusahaan.

2.1.2.4 Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Menurut Brigham & Houston (2013:188) terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal yaitu :

1. Stabilitas Penjualan

   Suatu perusahaan yang penjualannya relatif stabil dapat secara aman mengambil utang dalam jumlah yang lebih besar dan mengelurakan beban

tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

2. Struktur Aset

   Perusahaan yang asetnya memadai untuk digunakan sebagai jaminan pinjaman cenderung akan cukup banyak menggunakan utang. Aset umum dapat digunakan oleh banyak perusahaan dapat menjadi jaminan yang baik, sementara tidak untuk aset dengan tujuan khusus. Jadi perusahaan real estate biasanya memiliki *leverage* yang tinggi sementara perusahaan yang terlibat dalam bidang pendidikan teknologi, hal seperti ini tidak berlaku.

3. *Leverage* Operasi

   Perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih rendah akan lebih mampu menerapkan *leverage* keuangan karena perusahaan tersebut akan memiliki risiko usaha yang lebih rendah.

4. Tingkat Pertumbuhan

   Jika hal lain dianggap sama, maka perusahaan yang memiliki pertumbuhan lebih cepat harus lebih mengandalkan diri pada modal eksternal. Selain itu, biaya emisi yang berkaitan dengan penjualan saham biasa akan melebihi biaya emisis yang terjadi ketika perusahaan menjual utang, mendorong perusahaan yang mengalami pertumbuhan pesat untuk lebuh mengandalkan diri pada utang. Namun, pada waktu yang bersamaan perusahaan tersebut seringkali menghadapi ketidakpastian yang lebih tinggi, cenderung akan menurunkan keinginan mereka untuk menggunakan utang.

5. Profitabilitas

   Sering kali diamati bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian atas investasi yang sangat tinggi ternyata menggunakan utang dalam jumlah yang relatif sedikit. Salah satu penjelasan praktisnya adalah perusahaan yang menguntungkan seperti Intel, Microsoft dan Coca-Cola tidak membutuhkan pendanaan utang terlalu banyak. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan-perusahaan tersebut melakukan sebagian besar pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal.

6. Pajak

   Bunga merupakan suatu beban pengurang pajak, dan pengurangan ini lebih bernilai bagi perusahaan dengan tarif pajak tinggi. Jadi makin tinggi tarif suatu pajak suatu perusahaan, maka makin besar keunggulan dari utang.

7. Kendali

   Pengaruh utang dibandingkan saham pada posisi kendali suatu perusahaan dapat mempengaruhi struktur modal. Jika manajemen saat ini memiliki kendali hak suara (lebih dari 50 persen saham) tetapi tidak berada dalam posisi untuk membeli saham tambahan lagi, maka manajemen mungkin akan memilih utang sebagai pendanaan baru. Pertimbangan kendali dapat mengarah pada penggunaan baik itu utang maupun ekuitas karena jenis modal yang memberikan perlindungan terbaik kepada manajemen akan bervariasi dari suatu situasi ke situasi lain.

8. Sikap Manajemen

   Manajemen dapat melaksanakan pertimbangannya sendiri tentang struktur modal yang tepat. Beberapa manajemen cenderung lebih konservatif dibandingkan yang lain, dan menggunakan utang dalam jumlah yang lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata perusahaan di dalam industrinya, sementara manajemen yang agresif menggunakan lebih banyak utang dalam usaha mereka untuk mendapatkan laba yang lebih tinggi.

9. Sikap Pemberi Pinjaman dan Lembaga Pemeringkat

   Tanpa mempertimbangkan analisis manajemen terdiri atas sektor leverage yang tepat bagi perusahaan, sikap pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat sering kali akan mempengaruhi kepuasan struktur keuangan. Perusahaan sering kali membahas struktur modalnya dengan pihak pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat serta sangat memperhatikan saran mereka.

10. Kondisi Pasar

    Kondisi pasar saham dan obligasi mengalami perubahan dalam jangka panjang maupun jangka pendek yang dapat memberikan arah penting pada struktur modal optimal suatu perusahaan. Perusahaan berperingkat rendah yang membutuhkan modal terpaksa pergi ke pasar saham atau pasar utang jangka pendek, tanpa melihat sasaran struktur modalnya. Namun, ketika kondisi melonggar perusahaan-perusahaan ini menjual obligas jangka panjang untuk mengembalikan struktur modalnya kembali pada sasaran.

11. Kondisi Internal Perusahaan

    Kondisi internal suatu perusahaan sendiri juga dapat berpengaruh pada sasaran struktur modalnya. Perusahaan dapat menjual penerbitan saham biasa, menggunakan hasilnya untuk melunasi utang, dan kembali pada sasaran modalnya.

12. Fleksibilitas Keuangan

    Fleksibilitas keuangan atau kemampuan untuk menghimpun modal dengan persyaratan yang wajar dalam kondisi yang buruk. Potensi kebutuhan akan dana di masa depan dan konsekuensi kekurangan dana akan mempengaruhi sasaran struktur modal, makin besar kemungkinan kebutuhan modal dan makin buruk konsekuensi jika tidak mampu untuk mendapatkannya, maka makin sedikit jumlah utang yang sebaiknya ada di neraca perusahaan.

2.1.2.5 Pengukuran Pendanaan

1. *Debt to Assets Ratio* (DAR)

   Menurut Kasmir (2017:156) *Debt to Asset Ratio* digunakan untuk mengukur perbandingan antara total utang dengan total aktiva. Dengan kata lain, seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh utang atau seberapa besar utang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva.

   Apabila rasionya tinggi, artinya pendanaan dengan utang semakin banyak, maka semakin sulit bagi perusahaan untuk memperoleh tambahan pinjaman karena dikhawatirkan perusahaan tidak mampu menutupi utang-utangnya

dengan aktiva yang dimilikinya. Demikian pula apabila rasionya rendah, semakin kecil perusahaan dibiayai dengan utang.

Rumus untuk mencari *Debt to Asset Ratio* dapat digunakan sebagai berikut. (Kasmir, 2017:157)

$$\textit{Debt to Assets Ratio}\ (\text{DAR}) = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

2. *Debt to Equity Ratio* (DER)

Menurut Kasmir (2017:157) *Debt to Equity Ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. Rasio ini dicari dengan cara membandingkan antara seluruh utang, termasuk utang lancar dengan seluruh ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan. Dengan kata lain, rasio ini berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan utang.

Rumus untuk mencari *Debt to Equity Ratio* dapat digunakan perbandingan antara total utang dengan total ekuitas sebagai berikut. (Kasmir, 2017:158)

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

Keputusan pendanaan dalam penelitian ini menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER). *Debt to Equity Ratio* digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam melunasi seluruh hutang-hutangnya. Rasio ini digunakan untuk mengetahui bagaimana perusahaan mendanai kegiatan-kegiatan usahanya apakah lebih banyak menggunakan hutang atau ekuitas. Rasio ini menunjukkan perbandingan antara hutang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya.

2.1.3 Kebijakan Dividen

2.1.3.1 Definisi Kebijakan Dividen

Dividen diartikan sebagai bentuk distribusi keuntungan yang dilakukan oleh perusahaan kepada para investor, pemegang saham. Distribusi ini dilakukan dalam dua bentuk antara lain yang lazim: pertama, yakni *via cash* atau tunai dan kedua dalam bentuk saham baru sebagai gantinya atau properti lainnya. Dari pihak perusahaan distribusi ini merupakan bentuk pembayaran. Sedangkan di pihak investor atau pemegang saham merupakan bentuk pendapatan yang diterima dari perusahaan sebagai akibat dari kepemilikan saham. Besarnya dividen yang dibagikan perusahaan ditentukan oleh para pemegang saham pada saat berlangsungnya RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Investor akan memperoleh dividen jika perusahaan berhasil membukukan laba. Pembagian dividen yang konsisten dari sisi perusahaan menunjukkan keberhasilan manajemen dalam menjalankan perusahaan sekaligus memperlihatkan stabilnya

cash flow perusahaan, sehingga pembagian dividen akan menumbuhkan dan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan (Tahu, 2018:6).

Menurut Rudianto (2012:290) deviden adalah bagian laba usaha yang diperoleh perusahaan dan diberikan oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya sebagaimana imbalan atas ketersediaan mereka menanamkan hartanya dalam perusahaan.

Kebijakan dividen menurut Husnan dan Pudjiastusi (2012:297) menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali.

Martono dan Harjito (2005:253) menyatakan bahwa 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.

Sutrisno (2012:25) mengemukakan dividen merupakan bagian keuntungan yang dibayarkan oleh perusahaan kepada para pemegang saham. Oleh karena itu dividen ini merupakan bagian dari penghasilan yang diharapkan oleh pemegang saham. Keputusan dividen merupakan keputusan manajemen keuangan untuk menentukan besarnya prosentase laba yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk *cash dividen*, stabilitas dividen yang dibagikan, dividen saham (*stock dividend*), pemecahan saham (*stock split*), serta penarikan

kembali saham yang beredar, yang semuanya ditujukan untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham.

2.1.3.2 Teori Kebijakan Dividen

Teori yang berkaitan dengan kebijakan dividen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Bird in Hand Theory*. Teori ini dikembangkan oleh Gordon (1963) dan Lintner (1964) sebagai reaksi atas pemaparan teori Miller-Modigliani (1961) yang menyatakan bahwa dividen tidak relevan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan *Bird in Hand Theory* para investor lebih menyukai keuntungan dalam bentuk dividen, dibandingkan *capital gain*. Hal ini berdasarkan pada fakta bahwa para investor lebih memilih dividen sebagai cara mendapatkan keuntungan yang pasti, yang sudah ada ditangan. Gordon mengumpamakannya dengan adagium *Bird in hand*. Mengapa kita harus menantikan keuntungan dari *capital gain* yang memiliki ketidakpastian dan resiko yang lebih besar. Jika saja suatu perusahaan menjadi *bankrupt* atau dalam situasi *collapse*, maka bisa jadi investor yang memiliki saham di dalam perusahaan tersebut mendapatkan kerugian besar. Tetapi dengan menerima dividen, investor mendapatkan kembali kasnya walaupun sedikit demi sedikit (Tahu, 2018:58).

Teori *Bird in hand* atau juga dikenal dengan teori *dividend payment preference* dianggap lebih pasti meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan para pemegang saham. Gagasan dari Gordon dan Lintner ini berpijak pada pemikiran dari John Williams (1938), salah satu ahli ekonomi terkemuka. John Williams meyakini bahwa harga saham ditentukan oleh nilai intrinsiknya.

Williams menyimpulkan bahwa nilai saham itu ditentukan oleh uang yang dihasilkan. Dengan demikian nilai intrinsik dari saham akan terwujud dalam distribusi aliran kas melalui *dividend payment* dan *capital gain*, yakni selisih antara harga beli dan harga jual saham. Lebih dari pada itu, Graham dan Dodd (1934) mengungkapkan bahwa setiap dollar keuntungan yang dibayarkan dalam bentuk dividen memiliki efek empat kali lebih kuat pada nilai perusahaan daripada keuntungan itu ditahan atau *retained earnings*. Dengan demikian para pendukung teori ini menilai bahwa saham yang memiliki *dividend payouts* yang tinggi akan dicari para investor dan saham tersebut akan mempengaruhi harga pasar (Tahu, 2018:59).

Berdasarkan teori tersebut maka dengan adanya kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap harga saham, maksudnya adalah jika pembagian dividen perusahaan tinggi, maka akan mempengaruhi harga saham perusahaan tersebut yang tinggi pula sebagai indikator dari nilai perusahaan.

2.1.3.3 Jenis-Jenis Kebijakan Dividen

Menurut Gregorius Paulus Tahu (2018:4), ada beberapa bentuk kebijakan dividen perusahaan, seperti bentuk dasar dari dividen kas yang dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Kebijakan konstan

   Kebijakan dividen konstan merupakan kebijakan dividen yang membayar jumlah dividen per lembar saham per tahun relatif sama selama jangka waktu tertentu. Kebijakan ini banyak diminati oleh pemegang saham, baik pemilik

saham individual maupun korporasi, yang mengaharapkan penghasilan tetap dari dividen.

2. Kebijakan regular ditambah dividen ekstra

   Kebijakan dividen ini menetapkan suatu jumlah minimal per lembar saham setiap tahunnya. Apabila keadaan keuangan perusahaan lebih baik maka perusahaan akan membayar dividen ekstra di atas jumlah minimal dividen yang telah ditetapkan. Investor beranggapan bahwa dividen ekstra diberikan karena perusahaan menghasilkan pendapatan lebih besar dari tahun-tahun sebelumnya dan bersifat tidak permanen.

3. Kebijakan dividen dengan penetapan *dividend payout ratio* yang konstan

   Perusahaan menentukan jumlah *dividend payout ratio* yang tetap. Jumlah dividen yang diterima pemegang saham untuk setiap per lembar saham akan berubah sesuai dengan keuntungan yang diperoleh perusahaan, namun secara rasio pembayaran adalah tetap.

4. Kebijakan dividen yang fleksibel

   Kebijakan dividen ini menetapkan *dividend payout ratio* yang fleksibel, disesuaikan dengan kondisi keuangan dan kebijakan keuangan perusahaan setiap tahunnya.

2.1.3.4 Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Menurut Fadah (2013:149) terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen antara lain sebagai berikut.

1. Undang-undang, undang-undang menentukan bahwa dividen harus dibayar dari laba, baik laba tahun berjalan maupun laba tahun lalu yang ada dalam pos "laba ditahan" (*retairned earnings*) dalam neraca.
2. Posisi likuiditas, meskipun suatu perusahaan mempunyai catatan mengenai laba, perusahaan mungkin tidak dapt membayar dividen kas karena posisi likuiditasnya, biasanya perusahaan mempunyai kebutuhan dana yang sangat mendesak sehingga perusahaan dapat memutuskan untuk tidak membayar dividen.
3. Kebutuhan untuk melunaskan hutang, apabila perusahaan mengambil hutang untuk membiayai ekspansi atau mengganti jenis pembiayaan yang lain, perusahaan tersebut menghadapi 2 pilihan. Perusahaan dapat membayar hutang itu pada saat jatuh tempo dan menggantikannya dengan jenis surat berharga lain, atau perusahaan dapat memutuskan untuk melunaskan hutang tersebut. Jika keputusannya adalah membayar hutang tersebut, maka ini biasanya memerlukan penyimpanan laba.
4. Larangan dalam perjanjian hutang, pada umumnya perjanjian hutang antara perusahaan dengan kreditor membatasi pembayaran dividen. Misalnya, dividen hanya dapat diberikan jika kewajiban hutang telah dipenuhi perusahaan dan atau rasio-rasio keuangan menunjukkan perusahaan dalam kondisi sehat.
5. Tingkat ekspansi aktiva, semakin cepat suatu perusahaan berkembang, semakin besar kebutuhannya untuk membiayai ekspansi aktivanya. Kalau kebutuhan dana di masa depan semakin besar, perusahaan akan cenderung untuk menahan laba dari pada membayarkannya.

6. Tingkat laba, tingkat hasil pengembalian atas aktiva yang diharapkan akan menentukan pilihan relatif untuk membayar laba tersebut dalam bentuk dividen pada pemegang saham atau menggunakan di perusahaan tersebut.
7. Stabilitas laba, suatu perusahaan yang mempunyai laba stabil sering kali dapat memperkirakan berapa besar laba di masa yang akan datang. Perusahaan seperti ini biasanya cenderung membayarkan laba dengan presentase yang lebih tinggi daripada perusahaan yang labanya berfluktuasi.
8. Peluang ke pasar modal, suatu perusahaan besar dan telah berjalan baik, dan mempunyai catatan profitabilitas dan stabilitas laba akan mempunyai peluang besar untuk masuk ke pasar modal dan bentuk-bentuk pembiayaan eksternal lainnya.
9. Kendali (*control*), jika manajemen ingin mempertahankan kontrol terhadap perusahaan, ia cenderung untuk segan menjual saham baru sehingga lebih suka menahan laba guna memenuhi kebutuhan dana baru. Akibatnya dividen yang dibayar menjadi kecil.
10. Posisi pemegang saham sebagai pembayar pajak, posisi pemilik perusahaan sebagai pembayar pajak sangat mempengaruhi keinginanya untuk memperoleh dividen. Suatu perusahan yang dipegang hanya oleh beberapa pembayar pajak dalam golongan berpendapatan tinggi, cenderung untuk membayar dividen yang rendah. Pemilik memilih untuk mengambil pendapatan mereka dalam bentuk peningkatan modal daripada dividen, karena dividen akan terkena pajak penghasilan pribadi yang lebih tinggi.

Akan tetapi, pemegang saham dari perusahaan yang dimiliki oleh orang banyak akan memilih pembayaran dividen yang tinggi.

11. Pajak atas laba yang diakumulasikan secara salah, untuk mencegah pemegang saham hanya menggunakan perusahaan sebagai suatu "perusahaan penyimpan uang (*incorporated pocket book*) yang dapat digunakan untuk menghindari tarif pajak penghasilan pribadi yang tinggi, peraturan perpajakan perusahaan menentukan suatu pajak tambahan khusus terhadap penghasilan yang diakumulasikan secara tidak benar.

2.1.3.5 Pengukuran Kebijakan Dividen

Menurut Gumanti (2013:22) ukuran yang biasa digunakan dalam mengukur dividen yang dibayarkan oleh perusahaan ada dua ukuran yang dapat digunakan, yaitu sebagai berikut.

1. Hasil Dividen (*Dividend Yield*)

   Dividend Yield adalah suatu rasio yang mengaitkan besaran dividen yang dibayar dengan harga saham perusahaan. Beberapa investor menggunakan *dividend yield* sebagai suatu ukuran risiko dan sebagai suatu penyaring investasi, yaitu investor akan berusaha menginvestasikan dananya dalam saham yang menghasilkan *dividend yield* yang tinggi. Secara sistematis, *dividend yield* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\textit{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividen per Lembar Saham}}{\text{Harga per Lembar Saham}}$$

2. Rasio Pembayaran Dividen (*Dividend Payout Ratio* / DPR)

   Rasio Pembayaran Dividen (*Dividend Payout Ratio* / DPR) merupakan rasio pembayaran dividen diukur dengan membagi besarnya dividen per lembar saham dengan laba bersih per lembar saham. Penentuan *Dividend Payout Ratio* berdasarkan besar kecilnya laba setelah pajak. Para pemegang saham yang mengharapkan dividen biasanya berinvestasi untuk jangka panjang dan mempunyai keterkaitan khusus dengan perusahaan tersebut. *Dividend Payout Ratio* digunakan untuk mengukur berapa besar bagian dari laba bersih perusahaan yang digunakan perusahaan pada tahun berikutnya. Menurut Gitman dan Zutter (2015:577) *Dividend Payout Ratio* adalah rasio yang menunjukkan persentase setiap laba yang diperoleh perusahaan untuk didistribusikan kepada pemilik saham dalam bentuk uang tunai. *Dividend Payout Ratio* dapat dihitung dengan membagi dividen tunai perusahaan per saham dengan laba per saham. Secara sistematis, *Dividend Payout Ratio* menurut Gitman dan Zutter (2015:630) dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$\textit{Dividend Payout Ratio}\ (\text{DPR}) = \frac{\textit{Cash Dividend Per Share}}{\textit{Earning Per Share}}$$

   Dalam penelitian ini pengukuran yang digunakan adalah *Devidend Payout Ratio* (DPR), karena informasi yang terkait adanya presentase DPR bisa digunakan untuk bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan soal investasi.

2.1.4 Nilai Perusahaan

2.1.4.1 Definisi Nilai Perusahaan

Tujuan manajemen keuangan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham, yang didapat dari tingginya harga saham. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan.

Deomedes dan Kurniawan (2018:103) mengemukakan bahwa nilai perusahaan adalah penilaian kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran saham di pasar modal.

Kamaludin (2014:4) mengemukakan nilai perusahaan sama dengan harga saham, yaitu apabila jumlah lembar saham dikalikan dengan nilai pasar (*market value*) per lembar ditambah dengan nilai pasar hutang, dimana apabila kita menganggap konstan nilai hutang, maka setiap peningkatan harga saham dengan sendirinya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Harmono (2011:50) mengemukakan nilai perusahaan sama dengan harga saham di pasar, yaitu harga saham perusahaan merupakan refleksi penilaian oleh publik terhadap kinerja perusahaan secara riil. Dikatakan secara riil karena terbentuknya harga saham di pasar merupakan titik bertemunya kesepakatan antara permintaan dan penawaran harga yang secara riil terjadi transaksi jual beli surat berharga di pasar modal antara emiten dan para investor.

2.1.4.2 Jenis-Jenis Nilai Perusahaan

Menurut Christiawan dan Tarigan (2007:3) ada beberapa konsep nilai yang menjelaskan nilai suatu perusahaan, antara lain sebagai berikut.

1. Nilai Nominal

   Nilai nominal yaitu nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis 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 pada 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 antara total aktiva 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 likuidasi.

2.1.4.3 Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan

Berdasarkan penelitian terdahulu yang digunakan dalam penelitian ini, dapat diketahui beberapa faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan antara lain:

1. Profitabilitas

   Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan atas segala kegiatan operasional yang dilakukan dalam kurun waktu tertentu. Cerminan perusahaan yang berkembang adalah ketika keuntungan atas investasi perusahaan tinggi, maka hal ini dapat mempengaruhi pengelolaan kinerja yang optimal. Dalam penerapannya, profitabilitas sangat dipertimbangkan dan dianggap penting oleh para pemegang saham.

2. Kepemilikan Manajerial

   Kepemilikan manajerial merupakan seberapa besar jumlah pemegang saham dari pihak manajemen suatu perusahaan yang juga turut serta dalam penentuan keputusan perusahaan.

3. Kebijakan Hutang

   Pemenuhan dana operasional perusahaan dapat dipenuhi melalui pembiayaan eksternal atau yang disebut sebagai hutang. Hutang adalah kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi dan merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditur.

4. Ukuran Perusahaan

   Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan umumnya berpengaruh pada penilaian investor dalam membuat keputusan investasi.

5. Pertumbuhan Perusahaan

   Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size*. Pertumbuhan (*growh*) adalah seberapa jauh perusahaan menempatkan diri dalam sistem ekonomi secara keseluruhan atau sistem ekonomi untuk industri yang sama.

6. Struktur Modal

   Struktur modal merupakan perimbangan antara hutang dengan modal yang dimiliki perusahaan. Dalam kondisi yang baik, menggunakan hutang sebagai modal usaha dapat mempercepat perkembangan perusahaan jika perusahaan mampu mengoptimalkan operasional usahanya untuk mendapat *return* sesuai dengan yang diharapkan, sehingga hal tersebut juga dapat membuat investor menganggap bahwa perusahaan yang memiliki hutang tinggi dapat menunjukkan perusahaan tersebut memiliki prospek usaha yang baik untuk kedepannya yang pada akhirnya akan berpengaruh pada nilai perusahaan.

7. Keputusan Investasi

   Keputusan investasi merupakan faktor penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimumkan kemakmuran pemegang saham hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Tujuan keputusan investasi adalah memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. Keuntungan yang tinggi disertai dengan risiko yang bisa dikelola, diharapkan akan menaikkan nilai perusahaan yang berarti menaikkan kemakmuran pemegang saham.

8. Keputusan Pendanaan

   Keputusan pendanaan adalah sebuah keputusan tentang penetapan sumber dana yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk pembiayaan investasi yang dilakukan dan penetapan perimbangan pembelanjaan yang optimum bagi perusahaan.

9. Kebijakan Dividen

   Kebijakan dividen memiliki peran yang penting dalam menjelaskan nilai perusahaan. Kebijakan dividen berkaitan dengan kebijakan mengenai seberapa besar laba yang diperoleh perusahaan yang akan didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

2.1.4.4 Pengukuran Nilai Perusahaan

1. *Tobin's* Q

   Pengertian Tobin's Q menurut James Tobin sebagaimana yang dikutip oleh Carton dan Perluff dalam Juniarti (2009 : 22) adalah:

   "*Tobin's Q is the ratio of the market value of a firm assets (as measured by the market value of the market value of its out standing stock and debt) to the replacement cost of the firm's assets*"

   Tobin's Q menawarkan penjelasan nilai dari suatu perusahaan. Tobin's Q model mendefinisikan nilai perusahaan sebagai nilai kombinasi antara aktiva berwujud dan aktiva tak berwujud. Nilai Tobin's Q perusahaan yang rendah (antara 0 dan 1) mengindikasikan bahwa biaya ganti aktiva perusahaan lebih besar daripada nilai pasar perusahaan tersebut. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar menilai kurang perusahaan tersebut. Sedangkan jika nilai Tobin's Q

suatu perusahaan tinggi (lebih dari 1), maka nilai perusahaan lebih besar daripada nilai aktiva perusahaan yang tercatat. Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat beberapa aktiva perusahaan yang tidak terukur atau tercatat. Rumus Tobin's Q:

Tobin's Q = *Market Value of The Firm* / *Replacement Value of Asset*

$$= \frac{\textit{Market Value}\ (\textit{Equity} + \textit{Debt} + \textit{Preferred Stock})}{\textit{Replacement Value of Asset}\ (\textit{Plant} + \textit{Equipment} + \textit{Inventories})}$$

2. *Price Book Value* (PBV)

Menurut Darmadji dan Fakhrudin (2012:157) *Price Book Value* menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku suatu saham. Semakin besar rasio ini menggambarkan kepercayaan pasar akan prospek perusahaan. PBV menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Semakin besar rasio, semakin besar nilai pasar (*market value*) dibandingkan nilai buku (*book value*). Rumus *Price Book Value* (PBV):

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

Penelitian ini menggunakan rasio *Price Book Value* (PBV). PBV merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai buku saham tersebut. Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi sebagai perusahaan yang terus tumbuh. PBV juga menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan yang relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Semakin

tinggi rasio PBV dapat diartikan semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Keberhasilan perusahaan menciptakan nilai tersebut tentunya memberikan harapan pemegang saham berupa keuntungan yang lebih besar pula.

Menurut Kusumajaya (2011:35) dalam Deomedes dan Kurniawan (2018) *Price Book Value* (PBV) mempunyai beberapa keunggulan, yaitu:

1) Nilai buku mempunyai ukuran intuitif yang relatif stabil yang dapat diperbandingkan dengan harga pasar. Investor yang kurang percaya dengan metode *discounted cash flow* dapat menggunakan *price book value* sebagai perbandingan.
2) Nilai buku memberikan standar akuntansi yang konsisten untuk semua perusahaan. *Price book value* dapat diperbandingkan antara perusahaan-perusahaan yang sama sebagai petunjuk adanya *under* atau *overvaluation*. Perusahaan-perusahaan dengan *earning* negatif, yang tidak bisa dinilai dengan menggunakan *price earning ratio* (PER) dapat dievaluasi menggunakan *price book value* (PBV).

2.2 Kerangka Pemikiran

Sebuah perusahaan didirikan dengan tujuan untuk memaksimumkan kemakmuran pemegang saham melalui memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan adalah penilaian kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran saham di pasar modal (Deomedes dan Kurniawan, 2018:103). Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV). Menurut Darmadji dan Fakhrudin

(2012:157) *Price Book Value* menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku suatu saham. Semakin besar rasio ini menggambarkan kepercayaan pasar akan prospek perusahaan. PBV menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Semakin besar rasio, semakin besar nilai pasar (*market value*) dibandingkan nilai buku (*book value*).

Terdapat beberapa faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan diantaranya yaitu keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan dividen. Menurut Fama dan French (1998) dalam Wijaya dan Wibawa (2010) mengungkapkan bahwa optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan. Keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen.

Menurut Achmad dan Amanah (2014:4) keputusan investasi merupakan salah satu dari fungsi manajemen keuangan yang menyangkut pengalokasi dana baik dana yang bersumber dari dalam maupun luar perusahaan pada berbagai bentuk keputusan investasi dengan tujuan memperoleh keuntungan yang lebih besar dari biaya dana di masa yang akan datang. Keputusan investasi dalam penelitian ini menggunakan *Total Asset Growth* (TAG). Menurut Wijaya (2016:22) menyatakan bahwa keputusan investasi dapat dilihat dari pertumbuhan aset. Jika keputusan investasi yang dilakukan oleh seorang manajer tepat, maka perusahaan tersebut akan menghasilkan kinerja yang optimal dan dapat

meningkatkan pertumbuhan aset. Maka dari itu keputusan investasi diukur dengan rumus *Total Aset Growth* (TAG)

Teori yang mendasari keputusan investasi adalah *signalling theory*. Menurut Brigham dan Houston (2018:187) isyarat atau signal adalah suatu tindakan yang diambil perusahaan untuk memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Sinyal-sinyal yang diberikan berupa informasi mengenai apa saja yang sudah dilakukan oleh manajamen untuk merealisasikan keinginan pemilik yakni pemegang saham. Informasi ini penting bagi para investor dan para pelaku bisnis karena informasi tersebut menyajikan keterangan, catatan atau gambaran, baik untuk keadaan masa lalu, saat ini, maupun masa depan bagi kelangsungan dan efeknya bagi perusahaan. Berdasarkan teori tersebut pengeluaran investasi yang dilakukan perusahaan memberikan sinyal positif khususnya kepada investor maupun kreditur bahwa perusahaan akan tumbuh di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Teori tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan Afzal dan Rohman (2012), Suroto (2015), Irawan (2019), Jesilia dan Purwaningsih (2020), Tanto, dkk. (2019), Distyowati dan Purwohandoko (2019), Mahmudi dan Khaerunnisa (2020), Utami dan Darmayanti (2018) yang menyatakan keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Menurut Yuesti dan Kepramareni (2019:7) pendanaan adalah keputusan yang berhubungan dengan penentuan sumber dana yang akan digunakan, penentuan perimbangan pendanaan yang optimal, dan perusahaan menggunakan

sumber dana dari dalam perusahaan atau akan mengambil dari luar perusahaan. Pendanaan dalam penelitian ini menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER). Menurut Kasmir (2017:157) *Debt to Equity Ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. DER yang tinggi memperlihatkan nilai hutang yang besar, dimana hutang itu dapat dijadikan modal untuk memutar kegiatan perusahaan untuk mendapatkan laba yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan selama nilai DERnya masih dalam batas titik optimal.

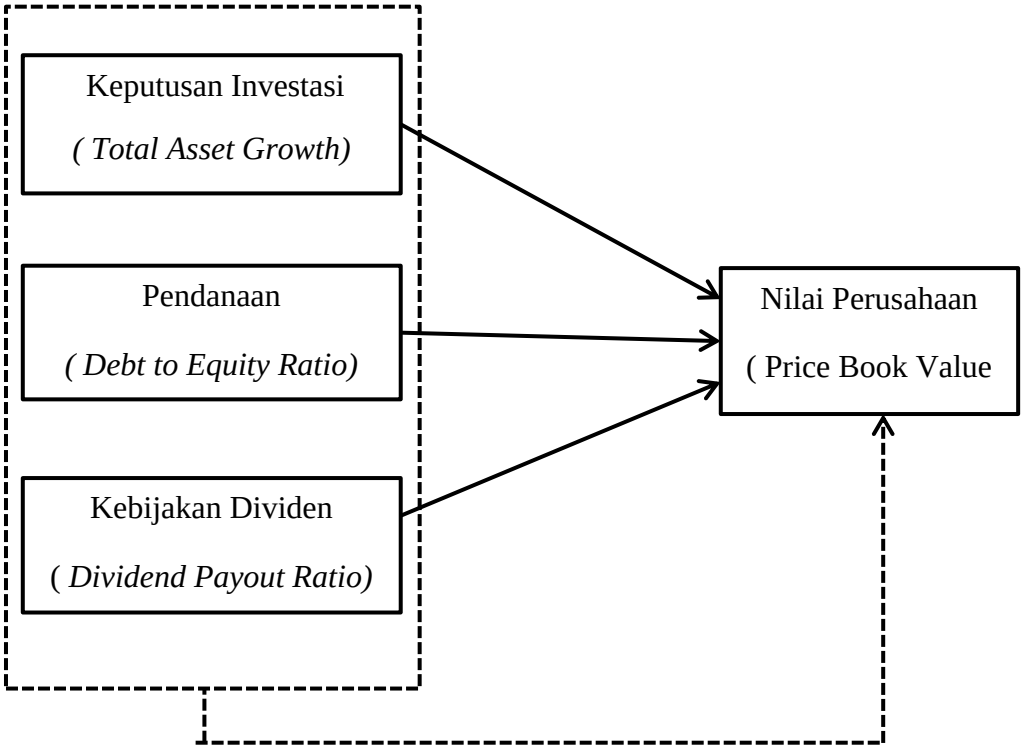
Teori pendanaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Trade off Theory*. Teori ini menjelaskan bahwa hutang tidak hanya memberikan manfaat, tetapi juga ada pengorbanan biayanya. Dengan teori ini manajemen akan memikirkan dan mempertimbangkan antara penghematan pajak dan resiko kebangkrutan dalam penentuan struktur modal. *Trade-off theory* juga menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal dibawah titik optimal maka setiap penambahan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika struktur modal berada diatas titik optimal maka setiap penambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan (I Made Sudana, 2015:172). Berdasarkan teori tersebut, pendanaan dapat meningkatkan nilai perusahaan jika perusahaan dapat mengelola pendanaannya dengan baik yaitu pada saat posisi struktur modal dibawah titik optimal. Teori tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan Afzal dan Rohman (2012), Achmad dan Amanah (2014), Oktavia dan Nugraha (2020), Arizki, dkk. (2019), Irawan (2019), Gautama, dkk. (2019), Distyowati dan Purwohandoko (2019), Utami Darmayanti (2018) yang menyatakan keputusan pendanaan memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali (Husnan dan Pudjiastusi, 2012:297). Kebijakan dividen dalam penelitian ini menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Menurut Gitman dan Zutter (2012:577) *Dividend Payout Ratio* adalah rasio yang menunjukkan persentase setiap laba yang diperoleh perusahaan untuk didistribusikan kepada pemilik saham dalam bentuk uang tunai. *Dividend Payout Ratio* dapat dihitung dengan membagi dividen tunai perusahaan per saham dengan laba per saham. Apabila DPR semakin tinggi maka nilai perusahaan akan semakin tinggi pula dihadapan para investor karena DPR yang tinggi menunjukkan tingkat pembagian dividen yang menjanjikan.

Teori yang berkaitan dengan kebijakan dividen yaitu *Bird in Hand Theory*. Teori ini dikembangkan oleh Gordon (1963) dan Lintner (1964) sebagai reaksi atas pemaparan teori Miller-Modigliani (1961) yang menyatakan bahwa dividen tidak relevan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan *Bird in Hand Theory* para investor lebih menyukai keuntungan dalam bentuk dividen, dibandingkan *capital gain*. Hal ini berdasarkan pada fakta bahwa para investor lebih memilih dividen sebagai cara mendapatkan keuntungan yang pasti, yang sudah ada ditangan. Gordon mengumpamakannya dengan adagium *Bird in hand*. Mengapa kita harus menantikan keuntungan dari *capital gain* yang memiliki ketidakpastian dan resiko yang lebih besar. Jika saja suatu perusahaan menjadi *bankrupt* atau dalam situasi *collapse*, maka bisa jadi investor yang memiliki saham di dalam perusahaan tersebut mendapatkan kerugian besar. Tetapi dengan menerima

dividen, investor mendapatkan kembali kasnya walaupun sedikit demi sedikit (Tahu, 2018:58). Berdasarkan teori tersebut maka dengan adanya kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap harga saham, maksudnya adalah jika pembagian dividen perusahaan tinggi, maka akan mempengaruhi harga saham perusahaan tersebut yang tinggi pula sebagai indikator dari nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Achmad dan Amanah (2014), Suroto (2015), Nurvianda, dkk. (2018), Oktavia dan Nugraha (2020), Arizki, dkk. (2019), Achmad dan Amanah (2014), Irawan (2019), Salama, dkk., (2019) Utami dan Darmayanti (2018) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dari penjelasan diatas, maka dapat dibuat kaitan antara keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada gambar berikut.



Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran

2.3 Hipotesis

Menurut Sugiyono (2019:219), hipotesis diartikan sebagai jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian. Kebenaran dari hipotesis itu harus dibuktikan melalui data yang terkumpul.

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Terdapat pengaruh keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan secara parsial pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020.

2. Terdapat pengaruh keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan secara bersama-sama atau simultan pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020.