

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Pustaka

Tinjauan pustaka memuat teori, konsep, dan penelitian terdahulu yang relevan sebagai landasan dalam penelitian ini. Pembahasan difokuskan pada variabel yang diteliti, yaitu *earning*, *operating leverage*, valuasi saham, dan kebijakan dividen.

2.1.1 *Earning*

Earning merupakan salah satu indikator utama dalam mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan. Untuk memperoleh pemahaman yang lebih mendalam, pembahasan dalam penelitian ini mencakup aspek definisi, metode pengukuran, faktor-faktor yang memengaruhi, serta tujuan dan fungsi *earning*.

2.1.1.1 Definisi *Earning*

Earning atau kinerja laba merupakan konsep penting dalam analisis keuangan yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari seluruh kegiatan sekarang operasionalnya selama satu periode akuntansi. Dalam penelitian ini, variabel *earning* didefinisikan secara khusus sebagai kinerja laba, yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari seluruh aktivitas operasional dalam suatu periode tertentu. Kinerja laba mencerminkan hasil akhir dari proses operasional yang dipengaruhi oleh berbagai keputusan manajerial, baik yang berkaitan dengan investasi, pendanaan, maupun operasional. Oleh karena itu, kinerja laba tidak hanya menunjukkan besarnya laba

yang diperoleh, tetapi juga menggambarkan tingkat efektivitas perusahaan dalam mengelola seluruh sumber daya untuk menciptakan nilai ekonomi (Brigham & Ehrhardt, 2020:105).

Konsep *earning* atau kinerja laba dalam penelitian ini perlu dibedakan secara tegas dari profitabilitas, karena keduanya sering digunakan secara bergantian meskipun memiliki makna yang berbeda. Profitabilitas merupakan rasio atau alat ukur untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, seperti *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE), dan *Net Profit Margin* (NPM). Sementara itu, *earning* merupakan hasil aktual berupa laba yang mencerminkan kinerja keuangan secara keseluruhan. Dengan demikian, profitabilitas berfungsi sebagai indikator pengukuran, sedangkan *earning* merupakan konsep utama yang diukur dalam penelitian ini (Brigham & Ehrhardt, 2020:107).

Menurut Brigham dan Ehrhardt (2020:88-92) menyatakan bahwa *earning* merupakan hasil dari berbagai keputusan keuangan perusahaan, meliputi keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen yang saling berkaitan. Oleh karena itu, *earning* tidak hanya mencerminkan kinerja perusahaan dalam jangka pendek, tetapi juga memberikan sinyal kepada investor mengenai stabilitas keuangan, prospek pertumbuhan, dan keberlanjutan usaha perusahaan di masa depan. Sejalan dengan hal tersebut, Astuti et al. (2021:52–53) menyebutkan bahwa *earning* yang tinggi dan stabil menunjukkan kondisi keuangan perusahaan yang baik, sedangkan *earning* yang tidak stabil dapat meningkatkan persepsi risiko di kalangan investor.

Selain sebagai ukuran kinerja, *earning* juga berperan penting dalam pengambilan keputusan manajerial dan penilaian risiko perusahaan. Triyonowati et al. (2020:67–69) menyatakan bahwa *earning* menjadi dasar bagi manajemen dalam menetapkan kebijakan dividen, perencanaan investasi, serta pengendalian biaya, sehingga berperan penting dalam membentuk persepsi pasar dan menentukan valuasi saham perusahaan.

Secara teoritis, kinerja laba merupakan indikator fundamental yang digunakan untuk menilai keberhasilan perusahaan dalam menjalankan aktivitas bisnisnya. Brigham dan Ehrhardt (2020) menyatakan bahwa laba perusahaan merupakan hasil dari kombinasi keputusan keuangan yang meliputi investasi, pendanaan, dan operasional, sehingga mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai ekonomi. Kinerja laba yang tinggi dan stabil menunjukkan bahwa perusahaan mampu mengelola sumber daya secara efisien dan efektif, serta memiliki prospek yang baik di masa depan (Brigham & Ehrhardt, 2020: 109).

Selain itu, dalam perspektif teori keuangan, kinerja laba juga berkaitan erat dengan *signaling theory*, dimana informasi keuangan yang dipublikasikan perusahaan, khususnya laba, akan menjadi sinyal bagi investor dalam menilai kondisi dan prospek perusahaan. Perusahaan dengan kinerja laba yang baik akan memberikan sinyal positif kepada pasar, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong peningkatan permintaan terhadap saham perusahaan. Sebaliknya, kinerja laba yang rendah atau tidak stabil dapat memberikan sinyal negatif yang berdampak pada penurunan minat investor (Sudirman & Rifqiansyah, 2024: 3–5).

Dalam penelitian ini, kinerja laba diukur menggunakan *Return on Assets* (ROA). Pemilihan ROA sebagai proksi kinerja laba didasarkan pada pertimbangan teoritis bahwa ROA mampu menggambarkan tingkat efisiensi perusahaan dalam menggunakan seluruh aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba. ROA menghubungkan laba bersih dengan total aset, sehingga memberikan gambaran menyeluruh mengenai kemampuan perusahaan dalam mengelola sumber daya yang tersedia (Brigham & Ehrhardt, 2020: 110).

Dengan demikian, dalam penelitian ini *earning* tidak dimaknai sebagai kinerja laba perusahaan yang diukur menggunakan ROA sebagai indikator efisiensi penggunaan aset dalam menghasilkan laba. Penegasan ini penting untuk memastikan bahwa konsep *earning* yang digunakan konsisten dari awal hingga akhir penelitian, serta memiliki dasar teoritis yang kuat dalam menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel lain yang diteliti (Brigham & Ehrhardt, 2020: 112).

2.1.1.2 Pengukuran *Earning*

Pengukuran *earning* dilakukan melalui berbagai rasio keuangan yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari sumber daya yang dimiliki dan digunakan. Rasio-rasio tersebut digunakan untuk menilai tingkat efektivitas kinerja manajemen serta memberikan gambaran mengenai prospek nilai perusahaan di masa mendatang (Astuti et al., 2021:51–53).

1. *Return on Assets* (ROA)

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

Brigham dan Ehrhardt (2020:80-82) menjelaskan bahwa ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset untuk menghasilkan laba, yang menjadi penting pada sektor infrastruktur karena besarnya aset yang dimiliki.

2. *Return on Equity (ROE)*

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Ekuitas Pemegang Saham}}$$

Menurut Brigham dan Ehrhardt (2020: 83–85), ROE menunjukkan tingkat pengembalian yang diperoleh pemegang saham atas modal yang mereka investasikan. Namun, rasio ini dipengaruhi oleh struktur pendanaan perusahaan sehingga peningkatan ROE dapat disebabkan oleh penggunaan leverage yang tinggi.

3. *Earning Per Share (EPS)*

$$EPS = \frac{\text{Laba Bersih} - \text{Dividen}}{\text{Jumlah Saham Beredar}}$$

EPS mengukur laba per saham dan dianggap sebagai indikator *earning* yang paling relevan bagi investor karena mengaitkan laba perusahaan dengan nilai pasar saham (Brigham & Ehrhardt, 2020:104-107). Dalam penelitian ini, EPS digunakan sebagai proksi valuasi saham untuk menguji hubungan antara kinerja keuangan dan persepsi pasar.

4. *Net Profit Margin (NPM)*

$$NPM = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan Bersih}}$$

Brigham dan Ehrhardt (2020: 76–78) menjelaskan bahwa NPM mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari setiap unit

penjualan. Rasio ini mencerminkan efisiensi pengendalian biaya dan kinerja operasional perusahaan, meskipun tidak secara langsung menggambarkan efisiensi penggunaan aset.

Mengingat karakteristik sektor infrastruktur yang bersifat padat modal dan memiliki risiko operasional tinggi, penelitian ini memilih ROA sebagai indikator pendapatan utama karena ROA mampu menunjukkan efektivitas pemanfaatan aset dalam menghasilkan laba tanpa terpengaruh oleh kebijakan pembiayaan (Jirwanto et al., 2024:118-120).

Secara teori, hubungan antara *Return on Assets* (ROA) sebagai indikator *earning* dan *Price to Book Value* (PBV) sebagai indikator valuasi saham bersifat positif. Peningkatan ROA mencerminkan efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimiliki, yang pada akhirnya meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong kenaikan nilai pasar perusahaan relatif terhadap nilai bukunya (Brigham & Ehrhardt, 2020:110). Namun, dalam konteks sektor infrastruktur, peningkatan ROA tidak selalu diikuti oleh peningkatan PBV secara proporsional karena tingginya risiko operasional dan kebutuhan modal jangka panjang dapat memengaruhi persepsi pasar terhadap nilai perusahaan.

Penggunaan ROA juga dinilai lebih tepat dibandingkan dengan rasio lain seperti *Return on Equity* (ROE), karena ROA tidak dipengaruhi secara langsung oleh struktur modal atau tingkat leverage perusahaan. ROE dapat meningkat bukan hanya karena peningkatan kinerja operasional, tetapi juga karena penggunaan utang yang tinggi, sehingga berpotensi menimbulkan bias dalam menilai kinerja

perusahaan. Sebaliknya, ROA lebih mencerminkan kemampuan riil perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimiliki tanpa dipengaruhi oleh kebijakan pendanaan (Brigham & Ehrhardt, 2020: 111).

Selain itu, pemilihan ROA dalam penelitian ini juga didasarkan pada karakteristik sektor infrastruktur yang cenderung padat modal dan memiliki aset dalam jumlah besar. Dalam sektor ini, keberhasilan perusahaan sangat ditentukan oleh kemampuan dalam mengelola dan memanfaatkan aset untuk menghasilkan laba. Oleh karena itu, penggunaan ROA sebagai indikator *earning* menjadi sangat relevan, karena mampu menunjukkan sejauh mana aset yang dimiliki perusahaan dapat digunakan secara efisien untuk menciptakan keuntungan (Budiharjo et al., 2023: 85–86).

2.1.1.3 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi ROA

Return on Assets (ROA) sebagai indikator *earning* dipengaruhi oleh berbagai faktor yang berkaitan dengan efektivitas pengelolaan aset dan kegiatan operasional perusahaan. Oleh karena itu, pemahaman terhadap faktor-faktor tersebut menjadi penting untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba secara optimal. Faktor-faktor yang memengaruhi ROA dalam penelitian ini meliputi:

1. Efisiensi Operasional

Efisiensi operasional merupakan faktor utama yang mempengaruhi tingkat ROA. Menurut Astuti et al., (2021:51), semakin tinggi tingkat efisiensi penggunaan sumber daya dalam proses produksi dan distribusi, maka laba bersih

yang dihasilkan akan semakin besar. Pengendalian biaya yang efektif memungkinkan perusahaan meningkatkan margin laba tanpa menaikkan harga jual.

Selain itu, Triyonowati et al., (2022:72) menjelaskan bahwa efisiensi operasional dapat dicapai melalui manajemen persediaan yang optimal, pengendalian biaya tetap, dan penerapan teknologi dalam proses produksi. Faktor ini secara langsung meningkatkan rasio laba terhadap aset yang digunakan.

2. Struktur Aset dan Modal

Komposisi aset tetap dan aset lancar juga mempengaruhi ROA. Brigham & Ehrhardt (2020:80) menyatakan bahwa perusahaan dengan proporsi aset tetap yang besar memerlukan tingkat penjualan yang tinggi untuk menghasilkan laba yang memadai. Jika aset tidak dimanfaatkan secara optimal, maka ROA akan menurun.

Sementara itu, Jirwanto et al., (2024:116) menambahkan bahwa kebijakan pembiayaan (*leverage*) turut memengaruhi struktur aset dan modal. Struktur modal yang seimbang antara utang dan ekuitas memungkinkan perusahaan mempertahankan tingkat ROA yang stabil karena beban bunga tidak menekan laba bersih secara signifikan

3. Pertumbuhan Penjualan

Menurut Astuti et al., (2021:54), peningkatan volume penjualan merupakan salah satu faktor yang paling langsung meningkatkan laba bersih dan pada akhirnya memperbesar ROA. Ketika penjualan meningkat lebih cepat

dibandingkan dengan peningkatan aset, maka efisiensi penggunaan aset meningkat.

Triyonowati et al., (2022:75) juga menambahkan bahwa strategi pemasaran yang agresif, diversifikasi produk, dan peningkatan kualitas pelayanan dapat memperluas pangsa pasar, sehingga berkontribusi pada pertumbuhan penjualan dan peningkatan profitabilitas.

4. Likuiditas dan Modal Kerja

Kemampuan perusahaan dalam mengelola likuiditas berpengaruh terhadap kestabilan laba. Menurut Brigham & Ehrhardt (2020:86), perusahaan yang mampu menjaga keseimbangan antara aset lancar dan kewajiban jangka pendek dapat menjalankan operasi secara efisien tanpa tekanan likuiditas yang berlebihan. Likuiditas yang baik juga mengurangi risiko gangguan operasional. Jirwanto et al., (2024:119) menegaskan bahwa manajemen modal kerja yang efisien meningkatkan perputaran aset lancar dan mengurangi biaya operasional yang tidak produktif, sehingga berdampak positif terhadap ROA.

2.1.1.4 Tujuan Dan Fungsi *Earning*

Earning yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) bertujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari seluruh aset yang dimilikinya. ROA mencerminkan tingkat efisiensi manajemen dalam mengelola sumber daya perusahaan untuk menghasilkan keuntungan, sehingga menjadi indikator utama kinerja keuangan internal perusahaan. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2020:80), ROA merupakan ukuran *earning* yang penting karena menunjukkan seberapa efektif aset perusahaan digunakan untuk menciptakan laba,

yang pada akhirnya memengaruhi persepsi investor terhadap prospek perusahaan. Selain itu, Astuti et al., (2021:52) menyatakan bahwa ROA memiliki fungsi strategis sebagai sinyal fundamental bagi investor dalam menilai kesehatan keuangan perusahaan dan potensi pertumbuhan laba di masa depan. Dengan demikian, ROA berperan penting dalam menjelaskan kemampuan perusahaan menciptakan nilai ekonomi dari aset yang dimilikinya dan menjadi determinan utama dalam pembentukan valuasi saham yang diukur melalui *Price to Book Value* (PBV), karena PBV mencerminkan bagaimana pasar menilai kinerja dan prospek perusahaan relatif terhadap nilai bukunya (Brigham & Ehrhardt, 2020:112).

2.1.2 Operating Leverage

Operating leverage merupakan salah satu konsep penting yang berkaitan dengan struktur biaya perusahaan dan pengaruhnya terhadap laba operasional. Untuk memperoleh pemahaman yang komprehensif, pembahasan mengenai *operating leverage* dalam penelitian ini mencakup definisi, pengukuran, faktor-faktor yang memengaruhi, serta tujuan dan manfaatnya.

2.1.2.1 Definisi Operating Leverage

Definisi *operating leverage* menggambarkan sejauh mana perubahan dalam penjualan mempengaruhi laba operasional akibat komponen biaya tetap. Menurut Brigham & Ehrhardt (2020:90), *operating leverage* didefinisikan sebagai sensitivitas laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) terhadap fluktuasi volume penjualan, di mana proporsi besar biaya tetap memperkuat respons laba terhadap perubahan penjualan. Astuti et al. (2021:56) menekankan bahwa struktur biaya tetap ini menimbulkan risiko bisnis karena laba operasional menjadi kurang stabil.

Selain itu, Jirwanto et al. (2024:121) menyatakan bahwa risiko ini bersifat murni operasional, dan pengukuran derajat *operating leverage* (DOL) digunakan untuk menilai persentase perubahan laba operasional yang disebabkan oleh perubahan satu persen dalam penjualan.

Operating leverage mencerminkan tingkat risiko bisnis yang timbul dari aktivitas operasional tanpa melibatkan aspek pembiayaan. Proporsi biaya tetap yang tinggi membuat laba operasional lebih sensitif terhadap perubahan pendapatan, sehingga meningkatkan potensi keuntungan saat penjualan meningkat, tetapi juga memperbesar risiko kerugian saat penjualan menurun (Brigham & Ehrhardt, 2020:92). Oleh karena itu, mengelola komposisi biaya tetap dan pemanfaatan aset tetap yang efisien sangat penting untuk menjaga keseimbangan antara peluang laba dan risiko yang dihasilkan oleh *operating leverage* yang tinggi (Triyonowati et al., 2022:78).

Pada sektor infrastruktur di Indonesia, *operating leverage* menjadi isu strategis karena tingginya kebutuhan modal dan besarnya biaya tetap, seperti depresiasi aset dan kontrak jangka panjang, yang menyebabkan laba operasional sangat sensitif terhadap fluktuasi pendapatan proyek. Kondisi ini terlihat pada periode 2020–2024, ketika volatilitas laba operasional relatif tinggi meskipun pendapatan cenderung meningkat. Triyonowati et al. (2022: 104) menyatakan bahwa *operating leverage* dapat meningkatkan efisiensi pemanfaatan aset tetap, namun pada saat yang sama menambah risiko akibat meningkatnya sensitivitas laba. Dari perspektif investor, perusahaan dengan DOL tinggi dipersepsikan memiliki potensi laba yang besar disertai volatilitas yang tinggi, sehingga

memengaruhi persepsi risiko dan nilai perusahaan yang tercermin dalam *Price to Book Value* (PBV) (Jirwanto et al., 2024: 101).

2.1.2.2 Pengukuran *Operating Leverage*

Operating leverage umumnya diukur melalui *Degree Of Operating Leverage* (DOL), yang merupakan rasio yang mengukur perubahan relatif dalam laba operasional sebagai akibat dari perubahan relatif dalam penjualan. Menurut Brigham & Ehrhardt (2020:94-95), rumus umum untuk DOL adalah:

$$DOL = \frac{\% \text{ Perubahan EBIT}}{\% \text{ Perubahan Penjualan}}$$

Rasio ini menunjukkan seberapa besar laba operasional akan berubah jika penjualan berubah sebesar 1%. Nilai DOL yang tinggi menunjukkan bahwa laba perusahaan sangat sensitif terhadap perubahan penjualan, yang berarti risiko bisnis yang lebih besar (Brigham & Ehrhardt, 2020:96-97).

Selain pendekatan ini, Astuti et al. (2021:61) menawarkan formulasi alternatif yang lebih praktis:

$$DOL = \frac{\text{Penjualan} - \text{Biaya Variabel}}{\text{Laba Operasi}}$$

Pengukuran DOL menunjukkan kemampuan selisih penjualan dan biaya variabel dalam menutup biaya tetap, di mana tingginya biaya tetap akan meningkatkan nilai DOL dan *operating leverage* (Astuti et al., 2021:61-62). Dalam penelitian ini, DOL digunakan karena mampu menggambarkan secara langsung risiko laba akibat penggunaan biaya tetap yang dominan pada perusahaan

infrastruktur, serta menunjukkan sensitivitas keuntungan operasional terhadap fluktuasi pendapatan.

2.1.2.3 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Operating Leverage*

Operating leverage dipengaruhi oleh berbagai faktor yang berkaitan dengan struktur biaya dan tingkat aktivitas operasional perusahaan. Pemahaman terhadap faktor-faktor tersebut penting untuk menilai tingkat sensitivitas laba operasional terhadap perubahan penjualan. Adapun faktor-faktor yang memengaruhi *operating leverage* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Struktur Biaya Tetap dan Variabel

Faktor utama yang memengaruhi *operating leverage* adalah komposisi biaya tetap dan biaya variabel dalam struktur biaya perusahaan. Brigham & Ehrhardt (2020:90) menjelaskan bahwa semakin besar proporsi biaya tetap terhadap total biaya, semakin tinggi tingkat *operating leverage*. Hal ini terjadi karena biaya tetap tidak berubah meskipun volume produksi meningkat, sehingga setiap peningkatan penjualan akan memberikan kontribusi langsung terhadap peningkatan laba operasi. Namun, Astuti et al., (2021:56-57) menegaskan bahwa tingginya biaya tetap juga meningkatkan risiko keuangan, karena ketika penjualan menurun, beban tetap harus ditanggung. Oleh karena itu, manajemen harus menyesuaikan proporsi biaya tetap dan variabel agar sesuai dengan kapasitas produksi dan kondisi pasar.

2. Volume Penjualan

Volume penjualan merupakan determinan penting dalam menentukan tingkat *leverage* operasi. Menurut Triyonowati et al., (2022:79), semakin tinggi volume

penjualan, semakin besar peluang bagi perusahaan untuk menutupi biaya tetap dan memperoleh laba yang lebih tinggi. Peningkatan penjualan akan memperbesar margin kontribusi, sehingga meningkatkan DOL. Sebaliknya, Jirwanto et al., (2024:122-123) menyebutkan bahwa penurunan volume penjualan secara langsung menurunkan laba operasi, khususnya bagi perusahaan dengan biaya tetap besar. Oleh karena itu, stabilitas penjualan merupakan faktor krusial untuk menjaga keseimbangan antara risiko dan keuntungan dalam *operating leverage*

3. Efisiensi Operasional

Menurut Astuti et al., (2021:53), efisiensi operasional mempengaruhi *operating leverage* karena efisiensi dalam proses produksi dan pengendalian biaya dapat menurunkan biaya variabel per unit. Penurunan biaya variabel meningkatkan margin kontribusi dan pada akhirnya memperbesar efek *operating leverage*. Brigham & Ehrhardt (2020:97-98) juga menambahkan bahwa perusahaan yang efisien dalam penggunaan teknologi dan sumber daya manusia dapat menurunkan titik impas (*break-even point*), sehingga lebih cepat memperoleh keuntungan dan mengurangi risiko kerugian ketika permintaan menurun.

4. Stabilitas Permintaan dan Kondisi Ekonomi

Kondisi ekonomi makro juga berpengaruh terhadap tingkat *operating leverage*. Triyonowati et al., (2022:82) menekankan bahwa dalam kondisi ekonomi stabil, perusahaan dapat menetapkan biaya tetap yang lebih besar karena permintaan relatif konstan. Sebaliknya, pada periode ketidakpastian ekonomi, biaya tetap yang besar dapat meningkatkan risiko fluktuasi laba. Menurut Jirwanto et al.,

(2024:125), faktor eksternal seperti inflasi, perubahan harga bahan baku, dan persaingan industri juga dapat memengaruhi kemampuan perusahaan mempertahankan *operating leverage* pada tingkat optimal. Oleh karena itu, analisis *leverage* harus mempertimbangkan dinamika ekonomi dan karakteristik industri.

2.1.2.4 Tujuan Dan Manfaat *Operating Leverage*

Operating leverage yang diukur melalui *Degree of Operating Leverage* (DOL) bertujuan untuk mengidentifikasi tingkat sensitivitas laba operasional perusahaan terhadap perubahan penjualan. DOL mencerminkan struktur biaya perusahaan, khususnya proporsi biaya tetap terhadap total biaya operasional. Menurut Jirwanto (2014:126), semakin tinggi DOL, semakin besar risiko operasional perusahaan karena perubahan kecil pada penjualan dapat menyebabkan perubahan laba yang signifikan. Hal ini diperkuat bahwa *operating leverage* berfungsi sebagai alat untuk mengukur risiko bisnis dan stabilitas laba perusahaan, terutama pada sektor dengan biaya tetap tinggi seperti infrastruktur. Oleh karena itu, DOL memiliki peran penting dalam menjelaskan fluktuasi nilai perusahaan, karena sensitivitas laba operasional yang tinggi dapat meningkatkan maupun menurunkan valuasi saham yang tercermin dalam *Price to Book Value* (PBV) tergantung pada kondisi penjualan.

2.1.3 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan penting dalam manajemen keuangan yang berkaitan dengan pembagian laba perusahaan kepada pemegang saham. Untuk memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif,

pembahasan mengenai kebijakan dividen dalam penelitian ini mencakup definisi, pengukuran, teori serta faktor-faktor yang memengaruhi.

2.1.3.1 Definisi Kebijakan dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan strategis yang diambil oleh manajemen mengenai proporsi laba bersih yang akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen dan bagian laba yang ditahan untuk reinvestasi. Brigham dan Ehrhardt (2020:458) menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan keputusan penting dalam manajemen keuangan karena berkaitan langsung dengan distribusi laba, pembiayaan internal, serta penyampaian sinyal informasi kepada pasar modal. Oleh karena itu, kebijakan dividen harus mampu menyeimbangkan kepentingan pemegang saham dalam memperoleh pendapatan tunai dengan kebutuhan perusahaan untuk mendukung pertumbuhan jangka panjang.

Astuti et al. (2021:58) menjelaskan bahwa kebijakan dividen mencerminkan komitmen manajemen terhadap pemegang saham sekaligus menunjukkan stabilitas dan kualitas laba perusahaan. Dalam perusahaan publik, kebijakan dividen tidak hanya berfungsi sebagai sarana pembagian laba, tetapi juga sebagai sinyal keuangan mengenai prospek kinerja perusahaan di masa depan. Pembayaran dividen yang stabil dan konsisten dapat meningkatkan kepercayaan investor, yang pada akhirnya tercermin dalam peningkatan nilai perusahaan melalui rasio *Price to Book Value* (PBV).

Kebijakan dividen dalam penelitian ini ditempatkan sebagai variabel moderasi, karena memiliki peran dalam menentukan kuat atau lemahnya pengaruh *earning* dan *operating leverage* terhadap valuasi saham. Peran moderasi tersebut terjadi melalui mekanisme interaksi, dimana kebijakan dividen tidak secara langsung memengaruhi valuasi saham, melainkan memengaruhi bagaimana investor menafsirkan informasi terkait kinerja keuangan dan risiko perusahaan. Oleh karena itu, hubungan antar variabel menjadi bersifat kondisional, yaitu bergantung pada tingkat pembagian dividen yang dilakukan perusahaan (El-Deeb & Allam, 2024, hlm. 5).

Menurut Dewiningrat & Baskara (2020:49–50) penetapan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi didasarkan pada perannya sebagai keputusan strategis perusahaan yang berkaitan erat dengan kepentingan investor. Kebijakan ini mencerminkan bagaimana perusahaan mengalokasikan laba yang diperoleh, baik dalam bentuk distribusi kepada pemegang saham maupun sebagai laba ditahan untuk mendukung kegiatan operasional dan investasi. Keputusan tersebut berpengaruh terhadap persepsi investor mengenai kualitas laba, tingkat risiko, serta prospek perusahaan di masa mendatang (Akhmadi & Januarsi, 2021:9). Dengan demikian, kebijakan dividen memiliki kemampuan untuk memengaruhi arah dan kekuatan hubungan antara kinerja keuangan dan valuasi saham

Menurut Akhmadi & Januarsi (2021:10) kemampuan kebijakan dividen dalam memoderasi hubungan antar variabel dipengaruhi oleh kondisi keuangan serta tingkat risiko perusahaan. Pada perusahaan dengan kondisi keuangan yang stabil dan tingkat *leverage* yang rendah, pembagian dividen dalam jumlah tinggi

cenderung memperkuat pengaruh *earning* terhadap valuasi saham karena mampu meningkatkan tingkat kepercayaan investor. Temuan ini juga didukung oleh penelitian lain yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat memperkuat respons pasar terhadap kinerja keuangan perusahaan (Sutisna et al., 2026, hlm. 6). Sebaliknya, pada perusahaan dengan tingkat *leverage* atau *operating leverage* yang tinggi, kebijakan dividen yang tinggi dapat meningkatkan risiko serta mengurangi fleksibilitas keuangan perusahaan (Mufida & Sucipto, 2020:5). Kondisi tersebut menyebabkan hubungan antara kinerja keuangan dan valuasi saham menjadi cenderung melemah karena investor menilai adanya potensi tekanan terhadap keberlanjutan keuangan perusahaan.

Selain itu, perbedaan preferensi investor juga turut memengaruhi efektivitas peran moderasi kebijakan dividen. Investor yang berorientasi pada pendapatan cenderung memberikan respons positif terhadap pembagian dividen yang tinggi, sehingga memperkuat pengaruh *earning* terhadap valuasi saham (Belinda & Dewi, 2023, hlm. 6). Sebaliknya, investor yang berorientasi pada pertumbuhan dapat memandang pembagian dividen yang tinggi sebagai indikasi terbatasnya peluang ekspansi, sehingga berpotensi memperlemah hubungan antara variabel keuangan dan valuasi saham (Lilyani & Riduwan, 2023:4).

Implikasinya, pada tingkat kebijakan dividen yang tinggi, pengaruh *earning* terhadap valuasi saham cenderung menjadi lebih kuat, sedangkan pengaruh *operating leverage* cenderung melemah akibat meningkatnya persepsi risiko. Dengan demikian, kebijakan dividen berperan sebagai faktor yang menentukan

arah serta kekuatan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen dalam penelitian ini (Akhmadi & Januarsi, 2021:10)

2.1.3.2 Teori-teori Kebijakan Dividen

Beberapa teori utama yang menjelaskan kebijakan dividen dalam kaitannya dengan nilai perusahaan dan persepsi investor meliputi:

1. *Bird in the hand theory* (Lintner, 1962)

Teori *bird in the hand* menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen yang diterima saat ini dibandingkan potensi keuntungan modal di masa depan karena dividen dianggap memiliki risiko yang lebih rendah. Oleh karena itu, peningkatan pembayaran dividen dipandang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dalam konteks penelitian ini, perusahaan infrastruktur yang secara konsisten membayar dividen dipersepsikan lebih stabil oleh investor, sehingga mendorong peningkatan valuasi saham yang tercermin dalam PBV.

2. *Signaling Theory* (Bhattacharya, 1979)

Teori sinyal menjelaskan bahwa kebijakan dividen berfungsi sebagai sinyal informasi mengenai prospek laba perusahaan di masa depan. Brigham dan Ehrhardt (2020: 468) menyatakan bahwa peningkatan dividen sering diinterpretasikan sebagai sinyal positif bahwa manajemen optimis terhadap kinerja dan keberlanjutan laba perusahaan. Dalam penelitian ini, *Dividend Payout Ratio* (DPR) dipandang sebagai indikator kepercayaan pasar yang dapat memengaruhi persepsi investor terhadap valuasi saham yang diukur dengan PBV.

3. *Dividend Irrelevance Theory*

Teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan maupun kesejahteraan pemegang saham dalam kondisi pasar sempurna. Nilai perusahaan sepenuhnya ditentukan oleh kemampuan menghasilkan laba dan tingkat risiko bisnis, bukan oleh besarnya dividen yang dibayarkan. Dengan demikian, perubahan *Dividend Payout Ratio* (DPR) tidak akan memengaruhi valuasi saham, termasuk *Price to Book Value* (PBV).

4. *Residual Dividend Theory*

Teori dividen residual menjelaskan bahwa dividen dibayarkan setelah seluruh kebutuhan investasi yang menguntungkan terpenuhi. Perusahaan memprioritaskan pendanaan proyek investasi, sedangkan sisa laba dibagikan sebagai dividen. Kondisi ini menyebabkan nilai DPR bersifat fleksibel dan dapat berfluktuasi meskipun PBV meningkat yang menjadi nilai ukur valuasi saham meningkat. Teori ini relevan bagi perusahaan infrastruktur yang memiliki kebutuhan modal besar dan orientasi jangka panjang.

5. *Clientele Effect Theory*

Teori *clientele effect* menyatakan bahwa investor memiliki preferensi dividen yang berbeda-beda. Investor yang menginginkan pendapatan rutin cenderung memilih saham dengan DPR tinggi, sedangkan investor yang berorientasi pada pertumbuhan lebih menyukai DPR rendah. Perbedaan preferensi ini dapat memengaruhi stabilitas harga saham dan persepsi valuasi saham yang tercermin dalam PBV.

6. *Agency Theory* dalam Kebijakan Dividen

Dalam perspektif teori keagenan, pembayaran dividen berfungsi sebagai mekanisme untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham dengan membatasi *free cash flow*. Pembayaran dividen meningkatkan disiplin manajerial dan kepercayaan investor, sehingga dapat memperkuat pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap valuasi saham yang diukur melalui PBV.

2.1.3.3 Pengukuran Kebijakan Dividen

Pengukuran kebijakan dividen umumnya dilakukan menggunakan beberapa rasio indikator, termasuk:

1. *Dividend Payout Ratio* (DPR)

$$DPR = \frac{\text{Dividen Tunai}}{\text{Laba Bersih}}$$

Rasio ini menunjukkan persentase laba bersih yang dibayarkan dalam bentuk dividen. Brigham & Ehrhardt (2020:463) menyatakan bahwa DPR adalah ukuran paling umum dalam menilai kebijakan dividen karena menunjukkan proporsi laba yang dialokasikan kepada pemegang saham.

2. *Dividend Yield* (DY)

$$DY = \frac{\text{Dividen per saham}}{\text{Harga Saham}}$$

Brigham dan Ehrhardt (2020:464) menjelaskan bahwa Dividend Yield digunakan oleh investor untuk menilai daya tarik suatu saham berdasarkan imbal hasil dividen yang diterima dibandingkan dengan harga saham di pasar.

3. *Retention Ratio* (RR)

$$RR = 1 - DPR$$

Menurut Brigham dan Ehrhardt (2020:464), *Retention Ratio* penting untuk menilai kebijakan pendanaan internal perusahaan, khususnya dalam perusahaan yang membutuhkan dana besar untuk ekspansi dan pengembangan aset.

Penelitian ini menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebagai indikator utama kebijakan dividen karena paling representatif dalam mencerminkan keseimbangan antara kepentingan pemegang saham dan kebutuhan modal perusahaan (Jirwanto et al., 2024: 126). DPR diposisikan sebagai variabel moderasi yang memengaruhi hubungan antara ROA, DOL, dan valuasi saham yang diukur dengan *Price to Book Value* (PBV). Kebijakan dividen yang stabil dipandang sebagai sinyal positif yang dapat memperkuat hubungan antara kinerja fundamental perusahaan dan PBV melalui peningkatan kepercayaan investor.

2.1.3.4 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Menurut Brigham & Ehrhardt (2020), keputusan kebijakan dividen dipengaruhi oleh berbagai faktor, baik internal maupun eksternal.

1. Profitabilitas

Perusahaan dengan tingkat laba tinggi cenderung mampu membayar dividen lebih besar. Astuti et al., (2021:67) menegaskan bahwa kestabilan laba juga menjadi pertimbangan utama karena investor lebih menyukai dividen yang konsisten daripada dividen tinggi tetapi tidak stabil.

2. Likuiditas dan Arus Kas

Likuiditas menentukan kemampuan perusahaan membayar dividen tunai. Triyonowati et al., (2022:92) menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki arus kas positif dan kuat lebih mampu mempertahankan kebijakan dividen stabil dibandingkan perusahaan dengan keterbatasan kas.

3. Kebutuhan Pendanaan Investasi

Jirwanto et al., (2024:131) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki banyak peluang investasi cenderung menahan laba untuk mendanai proyek ekspansi. Hal ini menyebabkan DPR rendah karena perusahaan memprioritaskan pertumbuhan jangka panjang.

4. Struktur Modal dan *Leverage*

Menurut Brigham & Ehrhardt (2020:476), perusahaan dengan tingkat utang tinggi akan lebih berhati-hati dalam membayar dividen karena beban bunga yang besar dapat mengurangi laba bersih. Stabilitas keuangan menjadi syarat penting dalam menentukan kebijakan dividen.

2.1.4 Valuasi Saham

Valuasi saham merupakan konsep penting dalam menilai nilai perusahaan di pasar modal. Pemahaman mengenai valuasi saham diperlukan untuk mengetahui bagaimana pasar menilai kinerja dan prospek perusahaan. Oleh karena itu, pembahasan dalam penelitian ini mencakup definisi, metode pengukuran, konsep valuasi saham, faktor-faktor yang memengaruhi, serta tujuan dan fungsi valuasi saham.

2.1.4.1 Definisi Valuasi Saham

Valuasi saham merupakan proses penentuan nilai intrinsik suatu saham dengan mempertimbangkan kinerja fundamental perusahaan serta prospek keuangan di masa depan. Brigham dan Ehrhardt (2020:108) mendefinisikan valuasi sebagai estimasi nilai sekarang dari manfaat ekonomi yang diharapkan investor, baik dalam bentuk dividen maupun peningkatan nilai perusahaan. Nilai saham yang tinggi mencerminkan kepercayaan investor terhadap kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai secara berkelanjutan. Selain itu, valuasi saham dipengaruhi oleh persepsi pasar terhadap *earning* dan risiko perusahaan, sehingga tidak hanya didasarkan pada laba akuntansi, tetapi juga pada penilaian investor terhadap efisiensi pengelolaan aset dan stabilitas kinerja keuangan. Variabel seperti profitabilitas, *leverage*, dan kebijakan dividen merupakan faktor utama dalam pembentukan nilai saham (Astuti et al., 2021:60).

Menurut Brigham dan Ehrhardt (2020:112), nilai saham sangat dipengaruhi oleh risiko bisnis dan risiko laba, khususnya pada sektor infrastruktur yang memiliki proporsi biaya tetap tinggi sehingga kinerja laba cenderung berfluktuasi. Tingginya risiko operasional dapat memengaruhi persepsi investor terhadap nilai pasar perusahaan relatif terhadap nilai bukunya. Astuti et al. (2021:63) menyatakan bahwa valuasi saham bertujuan untuk menilai apakah harga pasar telah mencerminkan nilai fundamental perusahaan, yang menjadi dasar pengambilan keputusan investasi serta alat evaluasi kinerja keuangan dan kebijakan strategis manajemen.

2.1.4.2 Pengukuran Valuasi Saham

Dalam studi keuangan, valuasi saham dapat diukur melalui beberapa indikator dasar yang mencerminkan interaksi antara kinerja keuangan dan nilai pasar. Menurut Brigham & Ehrhardt (2020:104):

1. *Price to Earning Ratio (PER)*

$$PER = \frac{\text{Harga Saham}}{EPS}$$

PER mengukur seberapa besar harga yang bersedia dibayar investor untuk setiap satu unit laba yang dihasilkan perusahaan. Brigham dan Ehrhardt (2020:111) menyatakan bahwa PER mencerminkan ekspektasi pasar terhadap pertumbuhan laba di masa depan. PER yang tinggi menunjukkan optimisme investor, tetapi juga dapat mengindikasikan risiko over valuasi apabila pertumbuhan laba tidak terealisasi.

2. *Price to Book Value (PBV)*

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

PBV membandingkan nilai pasar saham dengan nilai buku ekuitas perusahaan. Brigham dan Ehrhardt (2020:112) menjelaskan bahwa PBV menunjukkan sejauh mana pasar menghargai aset bersih perusahaan. PBV yang tinggi menandakan bahwa investor menilai perusahaan mampu menciptakan nilai di atas nilai bukunya, sehingga rasio ini sangat relevan untuk perusahaan padat modal.

3. *Market Value of Equity (Market Capitalization)*

$$\text{Market Value} = \text{Harga Saham} \times \text{Jumlah Saham Beredar}$$

Nilai pasar ekuitas mencerminkan total nilai perusahaan menurut persepsi investor. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2020:113), *market value* digunakan untuk menilai ukuran dan daya tarik perusahaan di pasar modal serta mencerminkan ekspektasi investor terhadap kinerja dan risiko perusahaan.

4. Price to Cash Flow Ratio (P/CF)

$$P/CF = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Arus Kas per Saham}}$$

Brigham dan Ehrhardt (2020:115) menyatakan bahwa rasio harga terhadap arus kas digunakan sebagai alternatif EPS karena arus kas dianggap lebih stabil dan kurang dipengaruhi oleh kebijakan akuntansi. Rasio ini membantu investor menilai kemampuan perusahaan menghasilkan kas yang mendukung nilai pasar saham

Dalam penelitian ini, *Price to Book Value* (PBV) dipilih sebagai indikator utama valuasi saham karena PBV mampu merepresentasikan bagaimana pasar menilai kinerja perusahaan relatif terhadap nilai aset bersihnya. Jirwanto et al. (2024:122) menyatakan bahwa PBV lebih tepat digunakan pada perusahaan padat modal karena mencerminkan kepercayaan investor terhadap kemampuan perusahaan dalam mengelola aset dan menciptakan nilai jangka panjang. Oleh karena itu, PBV dianggap paling sesuai untuk menganalisis hubungan antara *earning*, *operating leverage*, dan kebijakan dividen terhadap valuasi saham perusahaan infrastruktur.

2.1.4.3 Konsep Valuasi Saham

Valuasi saham merupakan konsep penting dalam keuangan yang digunakan untuk menentukan nilai wajar suatu saham berdasarkan kondisi internal perusahaan serta ekspektasi kinerja di masa depan. Astuti et al., (2021:2) menjelaskan bahwa valuasi saham adalah proses analisis untuk mengestimasi nilai intrinsik saham dengan mempertimbangkan kinerja keuangan, struktur aset, tingkat risiko, dan prospek pertumbuhan perusahaan. Konsep ini menegaskan bahwa harga saham di pasar tidak selalu mencerminkan nilai yang sebenarnya, sehingga diperlukan analisis yang komprehensif untuk menilai kelayakan suatu investasi.

Menurut Astuti et al., (2021:5), nilai saham terbentuk melalui interaksi antara kemampuan perusahaan menghasilkan laba, efisiensi dalam pengelolaan aset, serta tingkat kepercayaan investor terhadap keberlanjutan usaha. Oleh karena itu, valuasi saham tidak hanya menitikberatkan pada laba yang dihasilkan saat ini, tetapi juga pada kualitas laba dan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai jangka panjang. Dengan demikian, valuasi saham bersifat forward looking karena didasarkan pada ekspektasi manfaat ekonomi yang akan diperoleh di masa mendatang.

Brigham dan Ehrhardt (2020:108) menyatakan bahwa nilai saham mencerminkan nilai sekarang dari seluruh manfaat ekonomi yang diharapkan investor, baik dalam bentuk dividen maupun capital gain. Dalam proses valuasi, investor mempertimbangkan tingkat risiko dan pengembalian yang diharapkan, sehingga saham dengan risiko yang lebih tinggi cenderung dinilai lebih rendah apabila tidak diimbangi dengan potensi keuntungan yang memadai. Sejalan dengan

hal tersebut, Ross et al., (2018:275) menekankan bahwa valuasi saham didasarkan pada prinsip trade-off antara risiko dan return, di mana ketidakpastian arus kas masa depan akan memengaruhi tingkat pengembalian yang disyaratkan investor dan pada akhirnya menentukan nilai saham.

Dalam konteks laporan keuangan, Kasmir (2020:199) mengemukakan bahwa valuasi saham berkaitan erat dengan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai ekonomi melalui pengelolaan aset dan sumber pendanaan. Astuti et al., (2021:8) menambahkan bahwa persepsi pasar terhadap sinyal yang diberikan manajemen, seperti kinerja laba, kebijakan dividen, dan keputusan investasi, turut memengaruhi nilai saham. Sinyal positif yang konsisten dapat meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong kenaikan valuasi saham, sedangkan sinyal negatif dapat menurunkan nilai saham meskipun kondisi keuangan perusahaan relatif stabil. Oleh karena itu, valuasi saham menjadi dasar penting dalam pengambilan keputusan investasi dan evaluasi kinerja perusahaan, khususnya pada sektor infrastruktur yang memiliki karakteristik padat modal dan risiko operasional yang tinggi.

2.1.4.4 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Valuasi Saham

Valuasi saham dipengaruhi oleh berbagai faktor yang mencerminkan kondisi keuangan perusahaan, tingkat risiko, serta kebijakan yang diambil oleh manajemen. Pemahaman terhadap faktor-faktor tersebut penting untuk menjelaskan bagaimana pasar menilai perusahaan relatif terhadap nilai bukunya. Dalam penelitian ini, faktor-faktor yang memengaruhi valuasi saham meliputi:

1. Kinerja Keuangan (Profitabilitas)

Kinerja keuangan, khususnya profitabilitas, merupakan faktor utama yang mempengaruhi valuasi saham yang diukur dengan *Price to Book Value* (PBV). Menurut Brigham dan Ehrhardt (2020:111), perusahaan dengan tingkat laba yang tinggi memiliki potensi arus kas masa depan yang lebih besar, sehingga pasar memberikan penilaian di atas nilai buku perusahaan. Rasio *earning* seperti *Return on Assets* (ROA) menjadi indikator penting dalam menilai kemampuan perusahaan menciptakan nilai tambah atas aset dan ekuitas yang dimilikinya, yang tercermin dalam tingginya PBV.

Astuti et al. (2021:55) menambahkan bahwa peningkatan profitabilitas menunjukkan efektivitas manajemen dalam mengelola aset dan modal secara efisien, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong kenaikan nilai pasar relatif terhadap nilai buku perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan dengan laba yang stabil dan berkelanjutan cenderung memiliki PBV yang lebih tinggi..

2. Risiko dan *Leverage*

Struktur modal dan tingkat *operating leverage* turut memengaruhi valuasi saham yang diukur dengan PBV. Triyonowati et al. (2022:78) menjelaskan bahwa penggunaan utang dalam jumlah besar dapat meningkatkan risiko keuangan, yang menyebabkan investor menurunkan penilaian pasar terhadap nilai buku perusahaan. Kondisi ini tercermin pada penurunan PBV akibat meningkatnya ketidakpastian terhadap keberlanjutan laba.

Sebaliknya, Jirwanto et al. (2024:123) berpendapat bahwa *operating leverage* yang dikelola secara optimal, khususnya pada tingkat *Degree of Operating Leverage* (DOL) yang moderat, mampu meningkatkan laba operasi ketika volume penjualan meningkat. Peningkatan laba tersebut mendorong persepsi positif investor terhadap kemampuan perusahaan menciptakan nilai tambah, sehingga berdampak pada peningkatan PBV.

3. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen memiliki peran penting dalam membentuk persepsi investor terhadap valuasi saham yang diukur dengan PBV. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2020:515), teori sinyal (*signaling theory*) menyatakan bahwa pembayaran dividen yang stabil memberikan sinyal positif mengenai kualitas dan keberlanjutan laba perusahaan. Sinyal ini mendorong investor memberikan penilaian pasar yang lebih tinggi dibandingkan nilai buku perusahaan.

Astuti et al. (2021:60) menegaskan bahwa kebijakan dividen yang seimbang antara pembagian laba dan laba ditahan mencerminkan stabilitas keuangan serta prospek pertumbuhan perusahaan. Kondisi tersebut meningkatkan kepercayaan investor terhadap kemampuan perusahaan menciptakan nilai jangka panjang, yang tercermin dalam peningkatan PBV.

2.1.4.5 Tujuan Dan Fungsi Valuasi Saham

Valuasi saham yang diukur menggunakan *Price to Book Value* (PBV) bertujuan untuk menilai sejauh mana pasar menghargai nilai perusahaan dibandingkan dengan nilai bukunya. PBV mencerminkan persepsi investor terhadap kinerja perusahaan, prospek pertumbuhan, serta efektivitas manajemen

dalam mengelola aset. Brigham dan Ehrhardt (2020:116) menyatakan bahwa PBV memiliki fungsi penting dalam analisis investasi karena menunjukkan kemampuan perusahaan menciptakan nilai ekonomi di atas sumber daya yang dimiliki. Jirwanto et al. (2024:125–127) menegaskan bahwa PBV menjadi indikator valuasi yang relevan bagi perusahaan infrastruktur karena sensitif terhadap perubahan profitabilitas, risiko operasional, dan kebijakan keuangan. Oleh karena itu, PBV digunakan sebagai variabel utama dalam penelitian ini untuk merepresentasikan valuasi saham perusahaan infrastruktur.

2.1.5 Teori Sinyal

Signaling theory menjelaskan bahwa adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan investor mendorong manajemen untuk menyampaikan informasi tertentu sebagai sinyal guna mengurangi ketidakpastian di pasar. Dalam konteks pasar modal, informasi yang berkaitan dengan laba (*earning*), kebijakan dividen, serta keputusan struktur biaya seperti *operating leverage* menjadi sinyal penting yang diperhatikan investor dalam menilai kondisi dan prospek perusahaan. Informasi-informasi tersebut berperan dalam membentuk persepsi investor terhadap dan memengaruhi keputusan investasi di pasar saham (Widyaningrum et al., 2024:92).

Menurut *signaling theory*, peningkatan pembayaran dividen atau kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang stabil dipersepsikan sebagai sinyal positif yang mencerminkan kinerja dan prospek keuangan yang baik. Sebaliknya, penurunan atau ketidakstabilan pembayaran dividen dapat dipandang sebagai sinyal negatif yang berpotensi menurunkan tingkat kepercayaan investor,

sehingga berdampak pada penurunan valuasi saham. Dalam konteks ini, kebijakan dividen dan kinerja keuangan perusahaan berperan sebagai sarana penyampaian sinyal yang menjelaskan bagaimana *earning* dan struktur biaya, khususnya *operating leverage*, diinterpretasikan oleh pasar dalam pembentukan nilai saham (Elvira & Praptoyo, 2022:3).

Secara konseptual, *signaling theory* menjelaskan bahwa perusahaan menyampaikan berbagai informasi kepada investor sebagai sinyal untuk mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan pihak eksternal. Informasi tersebut dapat berupa laporan keuangan, kebijakan dividen, maupun keputusan operasional yang mencerminkan kondisi internal perusahaan (Widyaningrum et al., 2024:92). Semakin positif sinyal yang disampaikan, maka semakin tinggi tingkat kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan di masa mendatang (Elvira & Praptoyo, 2022:3).

Penggunaan *signaling theory* dalam penelitian ini didasarkan pada kemampuannya dalam menjelaskan bagaimana informasi keuangan memengaruhi persepsi investor dan berdampak pada valuasi saham. Dalam konteks ini, *earning*, *operating leverage*, dan kebijakan dividen dipandang sebagai sinyal yang disampaikan perusahaan kepada pasar. *Earning* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, *operating leverage* menunjukkan tingkat risiko operasional, sedangkan kebijakan dividen berperan sebagai sinyal tambahan yang dapat memperkuat atau memperlemah interpretasi investor terhadap kedua informasi tersebut (Akhmadi & Januarsi, 2021:9–10)

Earning dapat diartikan sebagai sinyal positif mengenai kinerja perusahaan, di mana peningkatannya menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. *Operating leverage* mencerminkan struktur biaya serta tingkat risiko operasional, sehingga menjadi indikator stabilitas laba di masa depan. Sementara itu, kebijakan dividen berfungsi sebagai sinyal yang dapat memperkuat maupun memperlemah penilaian investor terhadap kedua variabel tersebut. Dalam kondisi tertentu, pembagian dividen yang tinggi dapat memperkuat sinyal positif dari *earning*, namun di sisi lain juga dapat memperkuat persepsi risiko yang berasal dari *operating leverage*, sehingga berdampak berbeda terhadap valuasi saham (Akhmadi & Januarsi, 2021:10)

Dengan demikian, *signaling theory* dalam penelitian ini digunakan sebagai dasar untuk menjelaskan bahwa hubungan antara *earning* dan *operating leverage* terhadap valuasi saham tidak hanya bersifat langsung, tetapi juga dipengaruhi oleh bagaimana investor menafsirkan sinyal-sinyal tersebut melalui kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki peran penting dalam memperkuat maupun memperlemah pengaruh variabel keuangan terhadap valuasi saham.

2.2 Kajian Empiris

Kajian empiris memuat hasil penelitian terdahulu yang relevan sebagai dasar dalam mendukung dan membandingkan penelitian yang dilakukan. Penelaahan terhadap penelitian sebelumnya penting untuk mengidentifikasi perbedaan hasil penelitian serta memperkuat posisi penelitian ini. Penelitian-penelitian yang dijadikan rujukan dalam kajian ini adalah sebagai berikut:

1. Zahrah Nabilah, Sri Hermuningsih, dan Gendro Wiyono (2020) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh *Operating Leverage* dan Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel *Intervening*”. Pada perusahaan sektor *customer goods industry* yang terdaftar di BEI selama 2016-2018. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *operating leverage* terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Price to Book Value* (PBV). Sampel penelitian ditentukan menggunakan metode *purposive sampling*. Hasil analisis menunjukkan bahwa *operating leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
2. Selfi Nofika dan Ida Nurhayati (2022) melakukan penelitian berjudul “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi”. Penelitian ini menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Price to Book Value* (PBV) dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, serta kebijakan dividen mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan.
3. Reza Zulfikar Alza (2018) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Investasi, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Risiko Bisnis sebagai Variabel Pemoderasi”. Penelitian ini menggunakan valuasi saham sebagai variabel dependen dan kebijakan dividen sebagai variabel independen, dengan sampel ditentukan melalui *purposive sampling*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak

berpengaruh terhadap nilai perusahaan, serta risiko bisnis tidak mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

4. Muwafick Hidayat (2019) melakukan penelitian berjudul “Faktor yang Mempengaruhi *Price to Book Value*”. Penelitian ini menggunakan *earning* yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) sebagai variabel independen dan valuasi saham yang diproksikan dengan *Price to Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen, serta memasukkan *operating leverage* dan kebijakan dividen sebagai variabel tambahan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Return on Assets* (ROA) berpengaruh terhadap *Price to Book Value* (PBV).
5. Mochammad Fajar Al Hakim, Joni Hendra, dan R. Hery Koeshardjono (2024) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh Struktur Modal, *Operating Leverage*, dan Pertumbuhan Laba terhadap Nilai Perusahaan”. Penelitian ini menggunakan *operating leverage* dan *earning* sebagai variabel independen, dengan valuasi saham yang diproksikan oleh *Price to Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen, serta kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Sampel penelitian ditentukan menggunakan metode *purposive sampling*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *operating leverage* tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
6. Meltry A., Debora N., Noviana S., dan D. Sakuntala (2020) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh *Intellectual Capital*, *Earning Per Share*, dan *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan”. Penelitian ini menggunakan *earning* (EPS) dan *leverage* sebagai variabel independen, dengan valuasi saham yang diproksikan oleh *Price to Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen. Hasil penelitian

menunjukkan bahwa secara simultan *intellectual capital*, EPS, dan *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sektor makanan dan minuman, namun secara parsial hanya *leverage* yang berpengaruh signifikan.

7. Martonius N., Pelita Br., Jenni S., Kwinta M., dan Tetty T. (2020) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh Likuiditas, Leverage, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan”. Penelitian ini menggunakan *earning* sebagai variabel independen dan valuasi saham sebagai variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi secara signifikan oleh profitabilitas, di mana secara parsial profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
8. Kiki Noviem Mery (2017) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh Likuiditas, *Leverage*, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi”. Penelitian ini menggunakan *earning* sebagai variabel independen, valuasi saham yang diproksikan dengan *Price to Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen, serta kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, dan kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan secara signifikan.
9. Eko Budi Satoto (2023) melakukan penelitian berjudul “*Analysis of the Effect of Capital Structure as an Intervening Between Profitability, Operating Leverage, Liquidity on Price Book Value*”. Penelitian ini menggunakan *earning* dan *operating leverage* sebagai variabel independen, serta valuasi saham yang diproksikan dengan *Price to Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen. Hasil

penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan *operating leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

10. Dwi Retno Wulandari (2013) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh Profitabilitas, *Operating Leverage*, Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai *Intervening*”. Penelitian ini menggunakan *earning* yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) dan *operating leverage* yang diproksikan dengan *Degree of Operating Leverage* (DOL) sebagai variabel independen, serta valuasi saham yang diproksikan dengan *Price to Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas (ROA) dan *operating leverage* (DOL) memiliki hubungan terhadap nilai perusahaan.
11. Dwi Putri Susilowaty Sugiarto (2017) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh *Price Earning Ratio* dan Ukuran Perusahaan terhadap *Price Book Value*”. Penelitian ini menggunakan *earning* yang diproksikan dengan *Price Earning Ratio* (PER) sebagai variabel independen dan valuasi saham yang diproksikan dengan *Price Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial PER berpengaruh positif terhadap PBV, serta secara simultan variabel independen berpengaruh signifikan terhadap PBV.
12. Bia Nabila Jamil (2017) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh *Return on Equity* dan *Dividend Payout Ratio* terhadap *Price Book Value*”. Penelitian ini menggunakan *earning* yang diproksikan dengan *Return on Equity* (ROE) dan

kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebagai variabel independen, serta valuasi saham yang diproksikan dengan *Price Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan ROE dan DPR berpengaruh terhadap PBV, namun secara parsial DPR tidak berpengaruh signifikan terhadap PBV.

13. Atwal Arifin dan Melina Fara Fitriana (2021) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, dan *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi”. Penelitian ini menggunakan *earning* yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) sebagai variabel independen, valuasi saham yang diproksikan dengan *Price Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen, serta kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, namun kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.
14. Ade Wisnu Prasetya dan Musdholifah (2020) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, dan *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan yang Dimoderasi oleh Kebijakan Dividen”. Penelitian ini menggunakan *earning* yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) sebagai variabel independen, valuasi saham yang diproksikan dengan *Price Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen, serta kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan

terhadap nilai perusahaan, serta kebijakan dividen mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan.

15. Venina Cindy Kusumawati dan Harijono (2021) melakukan penelitian berjudul “*Profitability and Dividend Policy Affects Firm Value in the Infrastructure, Utility and Transportation Sector*”. Penelitian ini menggunakan *earning* dan kebijakan dividen sebagai variabel independen serta valuasi saham yang diproksikan dengan *Price Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan profitabilitas dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan, namun secara parsial profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
16. Sukirno dan Anintyas Sukirno dan Prihandini (2023) melakukan penelitian berjudul “*Modeling Firm Value on Infrastructure, Utility, and Transportation Companies*”. Penelitian ini menggunakan *earning* dan *operating leverage* sebagai variabel independen, kebijakan dividen sebagai variabel moderasi, serta valuasi saham yang diproksikan dengan *Price Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan PBV.
17. Sarah Safitri dan Linda Santioso (2025) melakukan penelitian berjudul “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan pada Perusahaan Infrastruktur”. Penelitian ini menggunakan *earning* yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) dan *operating leverage* sebagai variabel independen, kebijakan dividen sebagai variabel moderasi, serta valuasi saham yang diproksikan dengan *Price*

Book Value (PBV) sebagai variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

18. Jenita Sumari dan Piter Tiong (2022) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh *Return on Asset* (ROA) terhadap *Price Book Value* (PBV) dengan Corporate Social Responsibility (CSR) sebagai Variabel Moderasi”. Penelitian ini menggunakan *earning* yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) sebagai variabel independen dan valuasi saham yang diproksikan dengan *Price Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap PBV.
19. Lamdot Pranata Simarmata, Dompok Pasaribu, Ivo Maelina Silitonga, dan Arthur Simanjuntak (2024) melakukan penelitian berjudul “*The Influence of Liquidity, Profit, Debt Policy and Operating Leverage on Price to Book Value*”. Penelitian ini menggunakan *earning* dan *operating leverage* sebagai variabel independen serta valuasi saham yang diproksikan dengan *Price to Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial *operating leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap PBV, sedangkan laba berpengaruh positif dan signifikan terhadap PBV. Namun, secara simultan seluruh variabel berpengaruh signifikan terhadap PBV.
20. Mustika Auliya Salma, Nanda Karisma Putri, Puri Handayani Sura Prewati, dan Maria Yovita R. Pandin (2023) melakukan penelitian berjudul “Pengaruh Rasio Profitabilitas terhadap *Price to Book Value* sebagai Dasar Penilaian Saham pada Perusahaan”. Penelitian ini menggunakan profitabilitas yang diproksikan dengan

Return on Assets (ROA) sebagai variabel independen dan valuasi saham yang diproksikan dengan *Price to Book Value* (PBV) sebagai variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap PBV.

Tabel 2.1 Persamaan Dan Perbedaan Dengan Penelitian Terdahulu

Tabel berikut menyajikan perbandingan antara penelitian terdahulu dengan penelitian ini, yang meliputi persamaan dan perbedaan dari aspek variabel, metode, serta hasil penelitian.

No.	Nama Peneliti / Tahun, Tempat	Persamaan	Perbedaan	Hasil Penelitian	Sumber Referensi
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1	Zahrah Nabilah, Sri Hermuningsih, Gendro Wiyono (2020) “Pengaruh <i>Operating Leverage</i> Dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel <i>Intervening</i> ”	Variabel Independen: <i>Operating leverage</i> Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV Menentukan: sampel dengan <i>purposive sumpling</i> .	Variabel independen : <i>earning</i> Variabel moderasi: kebijakan dividen	Hasil analisis menunjukkan terdapat pengaruh negatif dan tidak signifikan antara <i>Leverage Operasi</i> terhadap Nilai Perusahaan	Bisman (Bisnis & Manajemen): The Journal Of Business and Management
2	Selfi Nofika, Ida Nurhayati (2022) “Analisis Faktor – faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi”	Variabel independen: <i>earning</i> Variabel dependen:valuasi saham yang diproksikan dengan PBV. variabel moderasi: kebijakan dividen	Variabel independen : <i>Operating Leverage</i>	profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan PBV, Kebijakan dividen memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.	Owner: Riset & Jurnal Akuntansi DOI : https://doi.org/10.33395/owner.v6i1.677

3	Reza Zulfikar Alza (2018) “Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Investasi, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Risiko Bisnis Sebagai Variabel Pemoderasi”	Variabel dependen: valuasi saham variabel independen: kebijakan dividen Menentukan sampel: <i>purposive sumpling</i>	Variabel independen : <i>earning dan operating leverage</i>	kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan risiko bisnis tidak memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.	Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis Airlangga
4	Muwafick Hidayat (2019) “Faktor Yang Mempengaruhi <i>Price To Book Value</i> ”	Variabel independen: <i>earning</i> dengan ROA Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV	Variabel independen : <i>operating leverage</i> Variabel moderasi: kebijakan dividen	<i>return on aset</i> berpengaruh terhadap <i>price to book value</i> ,	Jurnal Bisnis Dan Akuntansi
5	Mochammad Fajar Al Hakim, Joni Hendra, R. Hery Koeshardjono (2024) “Pengaruh Struktur Modal, <i>Operating Leverage</i> , dan Pertumbuhan Laba Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan”	Variabel independen: <i>operating leverage</i> Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV Menentukan sampel: <i>purposive sumpling</i>	Variabel independen : <i>earning</i> Variabel moderasi: kebijakan dividen	Operating leverage tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	EKOMA:JurnalEkonomi,Manajemen,Akuntansi
6	Meltry A, Debora N, Noviana S, D. Sakuntala (2020) “Pengaruh <i>Intellectual Capital</i> , <i>Earning Per</i>	Variabel independen: <i>earning</i> Variabel dependen:valuasi saham dengan PBV	Variabel independen : <i>operating leverage</i> Variabel moderasi: kebijakan dividen	Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa modal intelektual, <i>earning per share</i> , dan leverage secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan	Owner: Riset dan Jurnal Akuntansi

	<i>Share</i> , dan Leverage terhadap Nilai Perusahaan”			makanan dan minuman, tetapi secara parsial hanya leverage yang berpengaruh signifikan.	
7	Martonius N, Pelita Br, Jenni S, Kwinta M, Tetty T (2020) “Pengaruh likuiditas, Leverage, Dan profitabilitas Terhadap Nilai perusahaan”	Variabel independen: <i>earning</i> Variabel dependen: valuasi saham	Variabel independen : <i>operating leverage</i> Variabel moderasi: kebijakan dividen	nilai perusahaan dipengaruhi secara signifikan oleh profitabilitas, Secara parsial, profitabilitas positif signifikan terhadap nilai perusahaan.	JIMEA Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, dan Akuntansi)
8	Kiki Noviem Mery (2017) “Pengaruh Likuiditas, Leverage Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi”	Variabel independen: <i>earning</i> Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV Variabel Moderasi: kebijakan dividen	Variabel independen : <i>operating leverage</i>	Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, Profitabilitas yang dimoderasi oleh kebijakan dividen memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.	JOM Fekon Vol. 4 No.1 (Februari) 2017
9	Eko Budi Satoto (2023) “ <i>Analysis Of The Effect Of Capital Structure As An Intervening Between Profitability, Operating Leverage, Liquidity On Price Book Value</i> ”	Variabel independen: <i>earning</i> dan <i>operating leverage</i> Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV	Variabel moderasi: kebijakan dividen	profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Namun, leverage operasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan dan bersifat negatif terhadap nilai perusahaan.	e-Jurnal Apresiasi Ekonomi
10	Dwi Retno Wulandari (2013) “Pengaruh Profitabilitas, Operating Leverage,	Variabel independen: <i>earning</i> dan <i>opearing leverage</i> Variabel dependen:	Variabel moderasi: kebijakan dividen	profitabilitas yang diproksikan oleh return on assets (ROA), memiliki hubungan dengan nilai perusahaan, <i>Operating leverage</i>	Accounting Analysis Journal http://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/aaj

	Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai <i>Intervening</i> ”	valuasi saham dengan PBV		yang diproksikan dengan degree of <i>operating leverage</i> (DOL) memiliki hubungan dengan nilai perusahaan.	
11	Dwi Putri Susilowaty Sugiarto (2017) “Pengaruh <i>Price Earning Ratio</i> Dan Ukuran Perusahaan Terhadap <i>Price Book Value</i> ”	Variabel independen: <i>earning</i> Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV	Variabel independen : <i>operating leverage</i> Variabel moderasi: kebijakan dividen	secara parsial <i>Price Earning Ratio</i> berpengaruh positif terhadap <i>Price Book Value</i> (PBV), Secara simultan berpengaruh terhadap <i>Price Book Value</i> (PBV)	Jurnal Manajemen Dan Bisnis
12	Bia Nabila Jamil (2017) “Pengaruh <i>Return On Equity</i> dan <i>Dividend Payout Rasio</i> terhadap <i>Price Book Value</i> ”	Variabel independen: kebijakan dividen Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV	Variabel independen : <i>earning</i> dan <i>operating leverage</i>	dividend payout ratio secara bersama-sama berpengaruh terhadap price book value, dividend payout ratio tidak berpengaruh terhadap price book value.	Jurnal Manajemen Dan Bisnis
13	Atwal Arifin , Melina Fara Fitriana (2021) “Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi”	Variabel independen: <i>earning</i> dengan ROA Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV Variabel moderasi: kebijakan dividen	Variabel independen : <i>operating leverage</i>	Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan, Kebijakan Dividen tidak mampu memoderasi hubungan pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan	Seminar Nasional & Call For Paper Hubisintek 2021
14	Ade Wisnu Prasetya & Musdholifah (2020) “Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas Dan Leverage Terhadap	Variabel independen: <i>earning</i> dengan ROA Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV	Variabel independen : <i>operating leverage</i>	profitabilitas yang memiliki hubungan positif signifikan dengan nilai perusahaan, Kebijakan dividen dapat memoderasi hubungan profitabilitas	Jurnal Ilmu Manajemen Volume 8 Nomor 4 – Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi

	Nilai Perusahaan Yang Di Moderasi Oleh Kebijakan Dividen”	Variabel moderasi: kebijakan dividen		terhadap nilai perusahaan.	Universitas Negeri Surabaya
15	Venina Cindy Kusumawati, Harijono (2021) “ <i>Profitability and Dividend Policy Affects Firm Value in The Infrastructure, Utility and Transportation Sector</i> ”	Variabel independen: <i>earning</i> kebijakan dividen Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV	Variabel independen : <i>operating leverage</i>	profitabilitas dan kebijakan dividen dapat memengaruhi nilai perusahaan secara bersamaan, profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan sementara kebijakan dividen dapat memengaruhi nilai perusahaan secara positif.	International Journal of Social Science and Business.
16	Sukirno, Anintyas Prihandini (2023) “ <i>Modeling Firm Value On Infrastructure, Utility, And Transportation Companies</i> ”	Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV	Variabel independen : <i>earning operating leverage</i> Variabel moderasi: kebijakan dividen	Profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan PBV	Internasional Journal of Professional Business review
17	Sarah Safitri, Linda Santioso (2025) “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Infrastruktur”	Variabel independen: <i>earning</i> dengan ROA Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV	Variabel independen : <i>operating leverage</i> Variabel moderasi: kebijakan dividen	Profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan dan memiliki arah positif terhadap nilai perusahaan	Jurnal Multiparadigma Akuntansi
18	Jenita Sumari, Piter Tiong (2022) “Pengaruh Return on Asset (ROA) Terhadap Price Book Value (PBV) dengan Corporate	Variabel independen: <i>earning</i> dengan ROA Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV	Variabel independen : <i>earning operating leverage</i> Variabel moderasi: kebijakan dividen	ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap PBV	Bata Ilyas Educational Management Review

	Social Responsibility (CSR) sebagai Variabel Moderasi”				
19	Lamdapot Pranata Simarmata, Dompak Pasaribu, Ivo Maelina Silitonga, Arthur Simanjuntak (2024) “ <i>The Influence of Liquidity, Profit, Debt Policy and Operating Leverage on Price to Book Value</i> ”	Variabel independen: <i>earning operating leverage</i> Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV	Variabel moderasi: kebijakan dividen	<i>Operating leverage</i> secara parsial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap <i>Price to Book Value</i> . Sedangkan secara simlutan berpengaruh signifikan, Laba secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Price to Book Value</i> .	Formosa Journal of Applied Sciences (FJAS)
20	Mustika A S, Nanda K P, Puri H S P Maria Y. Pandin (2023) “Pengaruh Rasio Profitabilitas terhadap <i>Price to Book Value</i> Sebagai Dasar Penilaian Saham pada Perusahaan”	Variabel independen: <i>earning</i> dengan ROA Variabel dependen: valuasi saham dengan PBV	Variabel independen : <i>operating leverage</i> Variabel moderasi: kebijakan dividen	ROA tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap PBV	Jurnal Pendidikan Tambusai

2.3 Kerangka Pemikiran

Valuasi saham yang diproksikan dengan *Price to Book Value* (PBV) merupakan rasio yang membandingkan harga pasar saham dengan nilai buku perusahaan yang mencerminkan bagaimana pasar menilai kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai ekonomi bagi pemegang saham. PBV yang tinggi menunjukkan bahwa investor memberikan penilaian positif terhadap prospek

kinerja dan pertumbuhan perusahaan di masa depan. Perbedaan tingkat PBV antar perusahaan meskipun berada dalam sektor yang sama mengindikasikan bahwa penilaian pasar tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi eksternal, tetapi juga oleh faktor fundamental internal perusahaan. Hal ini sejalan dengan Astuti et al., (2021:2–5) yang menyatakan bahwa valuasi saham dipengaruhi oleh kinerja keuangan, struktur aset, risiko, serta persepsi investor terhadap keberlanjutan usaha perusahaan.

Penelitian ini menggunakan Teori Sinyal (*Signaling Theory*) sebagai *grand theory* untuk menjelaskan hubungan antara kinerja keuangan dan valuasi saham. Manajemen memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi dan prospek perusahaan dibandingkan investor, sehingga manajemen akan menyampaikan informasi tersebut melalui sinyal tertentu kepada pasar. Sinyal tersebut dapat berupa informasi kinerja laba, struktur biaya, maupun kebijakan dividen. Investor kemudian merespons sinyal tersebut melalui keputusan investasi yang tercermin dalam tingkat valuasi saham perusahaan.

Salah satu sinyal utama yang diperhatikan investor adalah *earning* yang dalam penelitian ini didefinisikan sebagai kinerja laba, yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari seluruh aktivitas operasionalnya. Kinerja laba perlu dibedakan secara tegas dengan profitabilitas, dimana profitabilitas merupakan rasio atau alat ukur, sedangkan *earning* merupakan hasil kinerja yang diukur. Dalam penelitian ini, kinerja laba diukur menggunakan *Return on Assets* (ROA), yaitu rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui pemanfaatan seluruh aset yang dimiliki. ROA dipilih

karena mampu mencerminkan efisiensi penggunaan aset serta memberikan gambaran yang lebih objektif terhadap kinerja operasional perusahaan. ROA yang tinggi memberikan sinyal positif mengenai efisiensi operasional dan potensi arus kas yang lebih stabil di masa depan, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong peningkatan valuasi saham. Brigham dan Ehrhardt (2020:80–82; 110) menyatakan bahwa ROA merupakan indikator penting dalam menilai efektivitas penggunaan aset perusahaan. Hubungan positif antara *earning* dan valuasi saham juga didukung oleh penelitian Sukirno dan Prihandini (2023:14) serta Sumari dan Tiong (2022:87).

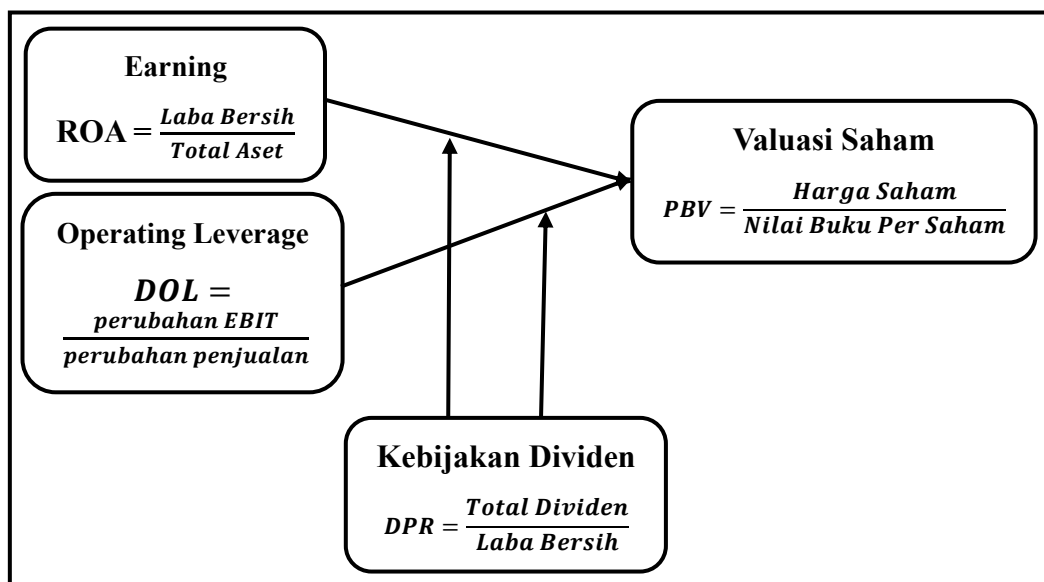
Selain *earning*, *operating leverage* juga berperan sebagai sinyal risiko operasional perusahaan. *Operating leverage* merupakan tingkat penggunaan biaya tetap dalam struktur biaya operasional yang menunjukkan sensitivitas laba terhadap perubahan penjualan, sehingga semakin tinggi *operating leverage*, semakin besar sensitivitas laba terhadap perubahan penjualan. Dalam kondisi penjualan meningkat, *operating leverage* dapat memperbesar laba dan meningkatkan valuasi saham. Namun sebaliknya, *operating leverage* yang tinggi juga meningkatkan risiko bisnis apabila terjadi penurunan penjualan. Brigham dan Ehrhardt (2020:568–571) menjelaskan bahwa *operating leverage* berkaitan erat dengan risiko operasional perusahaan. Penelitian Simarmata et al. (2024:101) serta Satoto (2023:63) menunjukkan bahwa *operating leverage* cenderung berpengaruh negatif atau tidak signifikan terhadap valuasi saham yang diukur dengan PBV, tergantung pada kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko operasionalnya.

Hubungan antara *earning* dan *operating leverage* terhadap valuasi saham tidak terlepas dari peran kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan dalam menentukan proporsi laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau ditahan sebagai laba ditahan, yang mencerminkan stabilitas dan keberlanjutan laba perusahaan. Pembayaran dividen yang konsisten memberikan sinyal positif kepada investor mengenai prospek perusahaan di masa depan dan dapat memperkuat pengaruh *earning* terhadap PBV. Brigham dan Ehrhardt (2020:624) menjelaskan bahwa kebijakan dividen sering digunakan investor sebagai indikator kualitas laba. Penelitian Mery (2017:52) serta Prasetya dan Musdholifah (2020:118) menunjukkan bahwa kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh *earning* terhadap valuasi saham. Namun, Arifin dan Fitriana (2021:90) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak selalu mampu memperkuat hubungan tersebut, sehingga perlu diuji kembali secara empiris.

Kebijakan dividen diposisikan sebagai variabel moderasi yang menjelaskan ketidakkonsistenan hubungan antara *earning* dan *operating leverage* terhadap valuasi saham. *Earning* mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba, sedangkan *operating leverage* menunjukkan risiko operasional. Namun, respons investor tidak hanya dipengaruhi oleh laba dan risiko, melainkan juga oleh bagaimana laba didistribusikan. Oleh karena itu, hubungan tersebut bersifat kondisional, tergantung pada tingkat pembagian dividen (El-Deeb & Allam, 2024, hlm. 5).

Secara spesifik, kebijakan dividen dapat memperkuat pengaruh *earning* terhadap valuasi saham melalui peningkatan kepercayaan investor terhadap kualitas laba. Sebaliknya, kebijakan dividen dapat memperlemah pengaruh *operating leverage*, terutama pada perusahaan berisiko tinggi, karena mengurangi fleksibilitas keuangan. Dengan demikian, kebijakan dividen berperan dalam memperkuat maupun memperlemah hubungan antar variabel (Akhmadi & Januarsi, 2021:10)

Berdasarkan teori sinyal dan hasil penelitian terdahulu, dapat disimpulkan bahwa *earning* yang diproksikan dengan ROA dan *operating leverage* merupakan determinan valuasi saham yang diukur dengan PBV, sementara kebijakan dividen berperan sebagai variabel moderasi yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan tersebut. Valuasi saham pada akhirnya merupakan refleksi dari respons investor terhadap sinyal kinerja laba, tingkat risiko operasional, serta kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan.



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

2.4 Hipotesis

Hipotesis atau hipotesa adalah jawaban sementara terhadap masalah yang masih bersifat praduga karena masih harus dibuktikan kebenarannya. (Gay & Diehl, 1992). Hipotesis ilmiah mencoba mengutarakan jawaban sementara terhadap masalah yang akan diteliti. Hipotesis menjadi teruji apabila semua gejala yang timbul tidak bertentangan dengan hipotesis tersebut. Dalam upaya pembuktian hipotesis, peneliti dapat saja dengan sengaja menimbulkan atau menciptakan suatu gejala. Kesengajaan ini disebut percobaan atau eksperimen (Sugiyono, 2013).

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan penelitian, tinjauan teori, penelitian terdahulu dan kerangka penelitian, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. *Earning* dan *Operating Leverage* secara bersama-sama berpengaruh terhadap Valuasi Saham.
2. *Earning* secara parsial berpengaruh terhadap Valuasi Saham.
3. *Operating Leverage* secara parsial berpengaruh terhadap Valuasi Saham.
4. Kebijakan Dividen secara parsial memoderasi pengaruh *Earning* terhadap Valuasi Saham.
5. Kebijakan Dividen secara parsial memoderasi pengaruh *Operating Leverage* terhadap Valuasi Saham.