

Faktor Dominan dalam
Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan

Atang Hermawan
Nagian Toni

Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Pasundan
2021

Faktor Dominan dalam Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan

Penulis :

Atang Hermawan

Nagian Toni

ISBN : 978-979-9406-52-1

Desain dan Tata Letak :

Diki Achmad

Cover :

Designed by new7ducks / Freepik

Penerbit :

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pasundan

Cetakan Pertama, Januari 2021

Hak Cipta dilindungi undang-undang

Dilarang memperbanyak karya tulis ini dalam bentuk dan dengan cara apapun
tanpa ijin dari penulis

Kata Pengantar

Assalamu'laikum Wr.Wb.

Puji syukur kami panjatkan kepada Allah Swt atas berkat dan rahmatnya penulis bisa menyelesaikan buku dengan judul “Faktor Dominan dalam Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan”. Penulis menyadari bahwa kelancaran penulisan adalah berkat bantuan dan motivasi dari berbagai pihak. Oleh karena itu penulis ingin menyampaikan terima kasih kepada pihak-pihak yang telah membantu dalam kelancaran penulisan buku ini.

Dalam penulisan buku ini, penulis telah berusaha menyajikan yang terbaik. Penulis berharap semoga buku ini dapat memberikan informasi serta mempunyai nilai manfaat bagi semua pihak. Kami juga sadar bahwa buku yang kami buat masih belum bisa dikatakan sempurna. Maka dari itu, kami meminta dukungan dan masukan dari para pembaca, agar kedepannya kami bisa lebih baik lagi di dalam menulis sebuah buku.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb.

Bandung, 8 Januari 2021

Penulis

Daftar Isi

BAB I. KEPUTUSAN INVESTASI.....	1
1. Ruang Lingkup Manajemen	1
1.1 Ilmu Manajemen dan Organisasi	2
1.1.1 Ilmu Manajemen	2
1.1.2 Teori Organisasi.....	4
1.1.3 Ciri – Ciri Organisasi.....	6
1.1.4 Unsur – Unsur Organisasi.....	7
1.2 Manajemen Keuangan	8
1.2.1 Tujuan Manajemen Keuangan.....	9
1.3 Pasar Modal.....	11
1.4 Teori Keputusan Investasi.....	12
1.4.1 Pengertian Keputusan Investasi.....	12
1.4.2 Jenis-jenis Usulan Investasi.....	13
1.4.3 Penggolongan Investasi.....	14
1.4.4 Proses Keputusan Penanaman Modal	14
1.4.5 Investasi Penambahan Kapasitas.....	15
BAB II. STRUKTUR MODAL.....	17
1. Pengertian Struktur Modal.....	17
2. Pendekatan Laba Bersih (Net Income Approach).....	18
3. Pendekatan Laba Operasi Bersih (Net Operating Income = NOI).....	19
4. Pendekatan Tradisional (Traditional Approach).....	19
5. Model Modigliani-Miller (MM)Tanpa Pajak.....	19
6. Pendekatan Modigliani-Miller (MM) Dengan Pajak.....	21
BAB III. KEBIJAKAN DEVIDEN.....	22
1. Pengertian Kebijakan Dividen	22
2. Beberapa Pendapat tentang Kebijakan Dividen	23
BAB IV. UKURAN PERUSAHAAN.....	31
BAB V. KINERJA PERUSAHAAN.....	33
1. Pengertian Kinerja Keuangan	33
2. Pengukuran Kinerja Keuangan.....	34
3. Laporan Keuangan	34
4. Tujuan Laporan Keuangan	35
5. Pengguna Laporan Keuangan	35
BAB VI. NILAI PERUSAHAAN.....	37

BAB VII. Tinjauan Empiris: (Pengaruh Keputusan Investasi, Struktur Modal, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan dan Nilai Perusahaan		50
1.	Latar Belakang.....	50
2.	Rumusan Masalah	57
3.	Hasil Penelitian Terdahulu	57
3.1	Hubungan Keputusan Investasi dengan Struktur Modal	68
3.2	Hubungan Keputusan Investasi dengan Kebijakan Dividen.....	69
3.3	Hubungan Keputusan Investasi dengan Ukuran Perusahaan	69
3.4	Hubungan Struktur Modal dengan Kebijakan Dividen	70
3.5	Hubungan Struktur Modal dengan Ukuran Perusahaan	70
3.6	Hubungan Kebijakan Dividen dengan Ukuran Perusahaan.....	71
3.7	Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Kinerja Keuangan.....	72
3.8	Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan.....	72
3.9	Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Keuangan	73
3.10	Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan	73
3.11	Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan	74
4.	Analisis Data	75
4.1	Model Analisis.....	76
4.2	Persamaan Struktural dan Spesifikasinya.....	77
4.3	Analisis Faktor untuk Tahap Model Pengukuran.....	79
4.4	Analisis Kesesuaian Model Struktural	79
4.5	Evaluasi Kriteria Goodness of Fit	80
4.6	Interpretasi dan Modifikasi Model.....	81
5.	Hasil Penelitian	82
5.1	Gambaran Umum Bursa Efek Indonesia (BEI)	82
5.2	Gambaran Umum Perusahaan Go Public di BEI.....	89
5.3	Analisis Deskriptif.....	89
5.4	Analisis Verifikatif	128
5.4.1.	Struktur Hubungan Seluruh Variabel.....	128
5.4.2.	Analisis Konstruk Variabel.....	129
6.	Pembahasan Hasil Penelitian	135
6.1	Pengaruh keputusan Investasi, Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Secara Simultan	135
6.2	Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Kinerja keuangan.....	135
6.3	Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan.....	136
6.4	Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kinerja Keuangan	137
6.5	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan	137
6.6	Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan.....	138

7.	Pendapat Para Ahli (Expert Judgement)	138
8.	Novelty	160
9.	Simpulan dan Saran.....	160
9.1	Simpulan	160
9.2	Saran	162



BAB I. KEPUTUSAN INVESTASI

1. Ruang Lingkup Manajemen

Pada bagian ini, akan dianalisis mengenai konsep dari ilmu manajemen khususnya ilmu manajemen keuangan mengenai keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Adapun pada bagian ini, diungkapkan beberapa penelitian-penelitian sebelumnya mengenai konsep, teori dan model yang diciptakan untuk mengkaji, menganalisis keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, kinerja keuangan dan nilai perusahaan.

1.1 Ilmu Manajemen dan Organisasi

Berikut ini akan diuraikan mengenai pengertian manajemen dan organisasi menurut beberapa ahli.

1.1.1 Ilmu Manajemen

Kata manajemen berasal dari Bahasa Perancis kuno yaitu *menagement*, yang memiliki arti seni melaksanakan dan mengatur.

Istilah manajemen memiliki berbagai pengertian. Secara umum manajemen adalah penggunaan sumber daya organisasi untuk mencapai sasaran dan kinerja yang tinggi dalam berbagai tipe organisasi profit maupun non profit.

Menurut Terry yang dialihbahasakan oleh G.A.Ticoalu (2013:1), manajemen adalah suatu proses atau kerangka kerja yang melibatkan bimbingan atau pengarahan suatu kelompok orang-orang ke arah tujuan-tujuan organisasional atau maksud-maksud yang nyata. Sedangkan menurut James A. F. Stoner dalam Handoko (2011:8), manajemen adalah proses perencanaan, pengorganisasian, pengarahan dan pengawasan usaha-usaha para anggota organisasi dan penggunaan sumber daya-sumber daya organisasi lainnya agar mencapai tujuan organisasi yang telah ditetapkan.

Definisi lain menurut Solihin (2009:4), manajemen adalah proses perencanaan, pengorganisasian, kepemimpinan dan pengendalian dari berbagai sumber daya organisasi untuk mencapai tujuan secara efektif dan efisien.

Berdasarkan definisi yang telah diuraikan di atas, terlihat betapa pentingnya manajemen pada suatu organisasi atau perusahaan dalam mengatur, menata proses pelaksanaan baik pemanfaatan sumber daya manusia ataupun sumber daya-sumber daya lainnya dalam mencapai tujuan tertentu agar efektif dan efisien.

Luther Gulick dalam Handoko (2011:8) mendefinisikan manajemen sebagai ilmu pengetahuan yang berusaha secara sistematis untuk memahami mengapa dan bagaimana manusia bekerja bersama untuk mencapai tujuan dan membuat sistem kerja sama ini lebih bermanfaat bagi kemanusiaan. Menurut Gulick, manajemen telah memenuhi persyaratan untuk disebut bidang ilmu pengetahuan, karena telah dipelajari dalam waktu yang lama dan telah disusun secara sistematis menjadi suatu rangkaian teori. Sedangkan menurut Mary Forker Follet dalam Handoko (2013:8) mendefinisikan manajemen sebagai seni dalam menyelesaikan pekerjaan melalui orang lain. Seni adalah suatu pengetahuan bagaimana mencapai hasil yang diinginkan atau dalam kata lain, seni adalah kecakapan yang diperoleh dari pengalaman, pengamatan dan pelajaran serta kemampuan untuk menggunakan pengetahuan manajemen.

Berdasarkan definisi-definisi di atas maka dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Manajemen sebagai proses perencanaan, pengorganisasian, kepemimpinan, dan pengendalian.
2. Manajemen adalah perpaduan antara ilmu pengetahuan dan seni
3. Manajemen selalu dikaitkan dengan aktivitas-aktivitas yang telah ditetapkan terlebih dahulu.

Bila dilihat dari definisi di atas jelaslah bahwa manajemen adalah merupakan suatu proses pengarahan dari pemberian fasilitas-fasilitas pada pekerjaan orang-orang yang diorganisasikan di dalam organisasi tersebut. Manajemen juga merupakan kegiatan yang

dilandasi ilmu dan seni untuk mencapai tujuan yang telah ditetapkan dengan bantuan orang lain di dalam pencapaian tujuan organisasi atau kelompok, dan juga merupakan suatu proses rangkaian kegiatan agar pelaksanaan pekerjaan dapat dapat berlangsung secara efektif dan efisien.

Sedangkan definisi manajer adalah sebagai berikut :

“ A manager is someone who coordinates and oversees the work of other people so that organization goals can be accomplished”. (Robbin and Coulter, 2012:33).

Manajer adalah orang yang melakukan kegiatan manajemen (Usman, 2008:4). Menurut ahli teori manajemen, Drucker (dalam Solihin, 2009:3) menambahkan bahwa tugas penting manajer adalah menetapkan arah tujuan perusahaan, memberikan kepemimpinan untuk mencapai tujuan tersebut serta membuat keputusan mengenai bagaimana menggunakan sumber daya organisasi untuk mencapai tujuan-tujuan yang telah ditetapkan. Manajemen bicara soal bagaimana manajer mengatur factor-faktor produksi yang terbatas – tenaga kerja, tanah, dan modal – agar dapat digunakan secara efektif dan efisien dalam mencapai tujuan organisasi. Efektif membuat keputusan yang tepat dan mengimplementasikannya dengan sukses. Efisien adalah menggunakan sumber-sumber daya secara bijaksana dan dengan cara yang hemat biaya.

Griffin (2011:8), mendefinisikan manajer sebagai berikut: Manajer adalah seseorang yang tanggung jawab utamanya adalah melaksanakan proses manajemen. Secara khusus, manajer adalah seseorang yang merencanakan dan membuat keputusan, mengorganisasikan, memimpin, dan mengendalikan sumber-sumber daya manusia, finansial, fisik, dan informasi.

Untuk situasi dan kondisi sekarang, tugas manajer tidak sesederhana seperti yang diungkapkan dalam definisi di atas. Karena banyak hal yang menimbulkan kompleksitas dan ketidakpastian yang harus dihadapi setiap saat, mengingat bahwa perubahan sosial terus terjadi. Salah satu sumber daya yang harus diwaspadai setiap saat adalah informasi tentang berbagai hal yang muncul dari lingkungan, baik yang datang dari pihak pemerintah maupun lingkungan bisnis, baik internal maupun eksternal. Dengan demikian, pekerjaan diperberat dengan ketidakpastian karena perubahan yang terus terjadi, sehingga pekerjaan akan penuh rintangan dan tantangan.

Menghadapi lingkungan yang berubah, Manajer yang sukses adalah yang mampu mengantisipasi dan menyesuaikan diri dengan perubahan lingkungan. Masalah yang berhubungan dengan perubahan ini adalah terorisme, globalisasi, environmentalisme, evolusi kualitas produk, bangkitnya kesadaran identitas, dan revolusi internet serta e-business. Berdasarkan paparan dan penjelasan singkat peneliti mengenai konsep organisasi dan manajemen, maka dapat dilihat kesalingterkaitan antara kedua konsep tersebut. Organisasi membutuhkan manajemen guna mengatur dirinya, manajemen membutuhkan entitas organisasi untuk mengaktualisasikan fungsi-fungsinya dan ini terjelma dalam fungsi-fungsi manajerial dalam organisasi.

Fungsi-fungsi manajemen dalam ilmu manajemen, menurut Solihin (2009:4) terdapat lima fungsi yaitu :

1. Planning, menentukan tujuan organisasi dan memilih serangkaian aksi dari beberapa alternatif yang ada untuk mencapai tujuan tersebut. Menentukan apa yang harus dilakukan, bagaimana, kapan dan siapa yang melakukan.
2. Organizing, menentukan bagaimana aktivitas dan sumber daya dikelompokkan.

- Menentukan komposisi tim kerja dan aktivitas koordinasi.
3. Leading, serangkaian proses yang digunakan untuk membuat semua personel organisasi bekerja sama untuk meningkatkan keuntungan. Memotivasi dan berkomunikasi dengan SDM organisasi untuk memastikan bahwa tujuan organisasi tercapai.
 4. Staffing, rekrutasi, seleksi, pemberian tugas, pelatihan, pengembangan, evaluasi dan pemberian kompensasi kepada staff.
 5. Controlling, memonitor kemajuan organisasi dalam mencapai tujuan. Proses membandingkan hasil dan harapan, dan melakukan perubahan-perubahan yang tepat.

Prinsip-prinsip dalam manajemen bersifat lentur dalam arti bahwa perlu dipertimbangkan sesuai dengan kondisi-kondisi khusus dan situasi-situasi yang berubah. Menurut Henry Fayol, seorang pencetus teori manajemen yang berasal dari Perancis, prinsip-prinsip umum manajemen ini terdiri dari (Harold Koontz, 2009) :

1) Pembagian kerja (Division of work), 2) Wewenang dan tanggung jawab (Authority and responsibility), 3) Disiplin (Discipline), 4) Kesatuan perintah (Unity of command), 5) Kesatuan arah gerak (Unity of direction), 6) Mengutamakan kepentingan organisasi di atas kepentingan sendiri (Subordination of Individual Interest), 7) Penggajian pegawai (Remuneration of Personal), 8) Pemusatan (Centralization), 9) Hirarki/rangkaian perintah (Chain of command), 10) Ketertiban (Order), 11) Keadilan dan kejujuran (Equity), 12) Stabilitas kondisi karyawan (Stability of tenure of personal), 13) Prakarsa (Initiative), dan 14) Semangat kesatuan, semangat korps (Esprit de Corps).

1.1.2 Teori Organisasi

Memahami pengertian organisasi penting karena dapat membantu kita untuk membentuk suatu tim kerja atau aktifitas tertentu. Organisasi identik dengan individu ataupun sekelompok individu yang terstruktur dan sistematis yang tergabung dalam suatu sistem. Manusia adalah makhluk sosial yang cenderung untuk hidup bermasyarakat serta mengatur dan mengorganisasi kegiatannya dalam mencapai suatu tujuan tetapi karena keterbatasan kemampuan menyebabkan mereka tidak mampu mewujudkan tujuan tanpa adanya kerja sama. Hal tersebut yang mendasari manusia untuk hidup dalam berorganisasi.

Organisasi menurut Robbins dan Judge (2011:39) adalah unit sosial yang secara sadar dikoordinasikan, terdiri dari 2 orang atau lebih yang berfungsi secara relative berkelanjutan untuk mencapai tujuan bersama atau serangkaian tujuan. Sementara itu menurut Stoner (2008:201), organisasi adalah suatu pola hubungan-hubungan orang-orang di bawah pengarahan manajer (pimpinan) untuk mengejar tujuan bersama. Dikatakan pula bahwa organisasi adalah suatu sistem yang dikoordinasikan secara sadar dari aktivitas 2 orang atau lebih (Kreitner dan Kinicki, 2010:5). Pendapat lain mengemukakan bahwa organisasi adalah kelompok orang yang bekerja saling bergantung menuju beberapa tujuan (McShane dan Von Glinov, 2010:4)

Dari definisi-definisi tersebut dapat diketahui beberapa elemen dasar yang menjadi ciri suatu organisasi, yaitu: adanya kumpulan orang, dua orang atau lebih; suatu wadah; terstruktur; ada tujuan bersama; ada kepemimpinan untuk mengkoordinasikan berbagai elemen dalam mencapai suatu tujuan. Maka, berdasarkan ciri tersebut dapat dirumuskan definisi organisasi yaitu suatu wadah yang terdiri kumpulan orang yang terkait dengan

hubungan-hubungan formal dalam rangkaian yang terstruktur untuk mencapai tujuan bersama secara efektif. Apabila suatu rencana sudah dibuat, kemudian misi, tujuan, dan kegiatan bisnis yang akan dilakukan sudah ditentukan, maka diperlukan upaya pengorganisasian.

Menurut Arifin (2007:71), Pengorganisasian adalah proses pembagian tugas, wewenang, dan sumber daya di antara anggota organisasi untuk mencapai tujuan tertentu. Dikatakan demikian karena organisasi yang berbeda akan melahirkan pengorganisasian yang berbeda pula. Jadi pengorganisasian berarti menetapkan sistem organisasi yang dianut organisasi tersebut dan mengadakan pembagian kerja agar tujuan dapat direalisasikan dengan mudah.

Menurut Bateman (2008:21), Pengorganisasian (*organizing*) adalah mengumpulkan dan mengkoordinasikan manusia, keuangan, hal-hal fisik, hal yang bersifat informasi, dan sumber daya lainnya yang diperlukan untuk mencapai tujuan organisasi. Secara garis besar, pengorganisasian berfungsi untuk menciptakan sebuah organisasi yang dinamis, sehingga untuk mengantisipasi perubahan yang akan terjadi sehubungan dengan perubahan lingkungan bentuk-bentuk pengorganisasian bisa saja mengalami perubahan sesuai situasi dan kondisi.

Bagi perusahaan proses pengorganisasian ini akan terjadi secara dinamis dan kontinu sepanjang perusahaan itu hidup, khususnya berkaitan dengan perusahaan yang sering melakukan restrukturisasi atas operasinya. Perubahan-perubahan organisasional, seperti dalam hal penciptaan jabatan baru atau promosi seorang karyawan dapat sering dilakukan. Bahkan perubahan seperti ini dapat menyebabkan perlunya dilakukan revisi pada alokasi pekerjaan karyawan yang jabatannya tidak berubah.

Proses pengorganisasian perlu menempuh tahap-tahap logis agar apa yang dilakukan memiliki manfaat bagi organisasi. Menurut Arifin (2007:71), tahapan pengorganisasian meliputi:

1. Penentuan dan penelitian kegiatan-kegiatan yang diperlukan untuk mencapai tujuan-tujuan organisasi atau perusahaan.
2. Pengklasifikasian kegiatan-kegiatan organisasi atau perusahaan.
3. Pembagian tugas kepada setiap kelompok yang telah ditentukan sesuai dengan keahliannya.

Menurut Stoner (2008:205), organisasi dibagi menjadi dua yaitu :

1. Organisasi Formal
Organisasi formal adalah kumpulan dari dua orang atau lebih yang mengikatkan diri dengan suatu tujuan bersama secara sadar, serta dengan hubungan kerja yang rasional. Contoh : Perseroan Terbatas, Sekolah, Negara dan sebagainya.
2. Organisasi Informal
Organisasi informal adalah kumpulan dari dua orang atau lebih yang terlibat pada suatu aktifitas serta tujuan bersama yang tidak disadari.

1.1.3 Ciri – Ciri Organisasi

Kalau kita memperhatikan penjelasan di atas tentang pengertian organisasi maka dapatlah di katakan bahwa setiap bentuk organisasi akan mempunyai unsur-unsur tertentu, yang antara lain sebagai berikut:

1. Sebagai Wadah Atau Tempat Untuk Bekerja Sama

Organisasi adalah merupakan merupakan suatu wadah atau tempat dimana orang-orang dapat bersama untuk mencapai suatu tujuan yang telah ditetapkan tanpa adanya organisasi menjadi saat bagi orang-orang untuk melaksanakan suatu kerja sama, sebab setiap orang tidak mengetahui bagaimana cara bekerja sama tersebut akan dilaksanakan. Pengertian tempat di sini dalam arti yang konkrit, tetapi dalam arti yang abstrak, sehingga dengan demikian tempat ini adalah dalam arti fungsi yaitu menampung atau mewedahi keinginan kerja sama beberapa orang untuk mencapai tujuan tertentu. Dalam pengertian umum, maka organisasi dapat berubah wadah sekumpulan orang-orang yang mempunyai tujuan tertentu misalnya organisasi buruh, organisasi wanita, organisasi mahasiswa dan sebagainya.

2. Proses kerja sama sedikitnya antar dua orang

Suatu organisasi, selain merupakan tempat kerja sama juga merupakan proses kerja sama sedikitnya antar dua orang. Dalam praktek, jika kerja sama tersebut dilakukan dengan banyak orang, maka organisasi itu disusun harus lebih sempurna dengan kata lain proses kerja sama di lakukan dalam suatu organisasi, mempunyai kemungkinan untuk dilaksanakan dengan lebih baik hal ini berarti tanpa suatu organisasi maka proses sama itu hanya bersifat sementara, di mana hubungan antar kerja sama antara pihak-pihak bersangkutan kurang dapat diatur dengan sebaik-baiknya.

3. Jelas tugas kedudukannya masing-masing

Dengan adanya organisasi maka tugas dan kedudukan masing-masing orang atau pihak hubungan satu dengan yang lain akan dapat lebih jelas, dengan demikian kesimpulan double pekerjaan dan sebagainya akan dapat dihindarkan. Dengan kata lain tanpa orang yang baik mereka akan bingung tentang apa tugas-tugasnya dan bagaimana hubungan antara yang satu dengan yang lain.

4. Ada tujuan tertentu

Betapa pentingnya kemampuan mengorganisasi bagi seorang manajer. Suatu perencanaan yang kurang baik tetapi organisasinya baik akan cenderung lebih baik hasilnya dari pada perencanaan yang baik tetapi organisasi tidak baik.

1.1.4 Unsur – Unsur Organisasi

Secara sederhana organisasi memiliki tiga unsur, yaitu ada orang, ada kerja sama, dan ada tujuan bersama. Tiga unsur organisasi itu tidak berdiri sendiri-sendiri, akan tetapi saling terkait atau saling berhubungan sehingga merupakan suatu kesatuan yang utuh. Adapun unsur-unsur organisasi secara terperinci adalah :

1. Man

Man (orang-orang), dalam kehidupan organisasi atau ketatalembagaan sering disebut dengan istilah pegawai atau personnel. Pegawai atau personnel terdiri dari semua anggota atau warga organisasi, yang menurut fungsi dan tingkatannya terdiri dari unsur pimpinan (administrator) sebagai unsur pimpinan tertinggi dalam organisasi, para manajer yang memimpin suatu unit satuan kerja sesuai dengan fungsinya masing-masing dan para pekerja (non management/ workers). Semua itu secara bersama-sama merupakan kekuatan manusiawi (man power) organisasi.

2. Kerja sama

Kerja sama merupakan suatu perbuatan bantu-membantu akan suatu perbuatan yang dilakukan secara bersama-sama untuk mencapai tujuan bersama. Oleh karena itu, semua anggota atau semua warga yang menurut tingkatan-tingkatannya dibedakan menjadi administrator, manajer, dan pekerja (workers), secara bersama-sama merupakan kekuatan manusiawi (man power) organisasi.

3. Tujuan Bersama

Tujuan merupakan arah atau sasaran yang dicapai. Tujuan menggambarkan tentang apa yang akan dicapai atau yang diharapkan. Tujuan merupakan titik akhir tentang apa yang harus dikerjakan. Tujuan juga menggambarkan tentang apa yang harus dicapai melalui prosedur, program, pola (network), kebijaksanaan (policy), strategi, anggaran (budgeting), dan peraturan-peraturan (regulation) yang telah ditetapkan.

4. Peralatan (Equipment)

Unsur yang keempat adalah peralatan atau equipment yang terdiri dari semua sarana, berupa materi, mesin-mesin, uang, dan barang modal lainnya (tanah, gedung/bangunan/kantor).

5. Lingkungan (Environment)

Faktor lingkungan misalnya keadaan sosial, budaya, ekonomi, dan teknologi. Termasuk dalam unsur lingkungan, antara lain :

- 1) Kondisi atau situasi yang secara langsung maupun secara tidak langsung berpengaruh terhadap daya gerak kehidupan organisasi, karena kondisi atau situasi akan selalu mengalami perubahan.
- 2) Tempat atau lokasi, sangat erat hubungannya dengan masalah komunikasi dan transportasi yang harus dilakukan oleh organisasi.
- 3) Wilayah operasi yang dijadikan sasaran kegiatan organisasi. Wilayah operasi dibedakan menjadi : a). Wilayah kegiatan, yang menyangkut jenis kegiatan atau macam kegiatan apa saja yang boleh dilakukan sesuai dengan tujuan organisasi b).

Wilayah jangkauan, atau wilayah geografis atau wilayah teritorial, menyangkut wilayah atau daerah operasi organisasi. c). Wilayah personil, menyangkut semua pihak (orang-orang, badan-badan) yang mempunyai hubungan dan kepentingan dengan organisasi. d). Wilayah kewenangan atau kekuasaan, menyangkut semua urusan, persoalan, kewajiban, tugas, tanggung jawab dan kebijaksanaan yang harus dilakukan dalam batas-batas tertentu yang tidak boleh dilampaui sesuai dengan aturan main yang telah ditetapkan dan sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

6. Kekayaan Alam

Yang termasuk dalam kekayaan alam ini misalnya keadaan iklim, udara, air, cuaca (geografi, hidrografi, geologi, klimatologi), flora dan fauna.

1.2 Manajemen Keuangan

Manajemen keuangan mempunyai dua unsur kata yaitu “Manajemen” dan “Keuangan”. Salah satu fungsi operasional perusahaan yang penting bagi keberhasilan usaha suatu perusahaan dalam pencapaian tujuannya di antara fungsi-fungsi operasional perusahaan lainnya seperti manajemen pemasaran, manajemen produksi, manajemen stratejik, manajemen sumber daya manusia dan sebagainya adalah kondisi manajemen keuangan perusahaan tersebut. Oleh karena itu perusahaan harus memberi perhatian khusus terhadap kemajuan keuangan demi tercapainya tujuan perusahaan.

Berikut pendapat yang dikemukakan oleh beberapa ahli mengenai beberapa pengertian dari manajemen keuangan tersebut:

Menurut Lawrence J. Gitman (2012:4), pengertian keuangan dinyatakan bahwa, Finance can be defined as the art and science of managing money. Virtually all individuals and organizations earn or raise money and spend or invest money. Finance is concerned with the process, institutions, markets and instruments involved in the transfer of money among and between individuals, businesses, and governments.

Jika diartikan, Keuangan dapat didefinisikan sebagai suatu seni dan ilmu pengetahuan dari pengelolaan keuangan. Sesungguhnya setiap individu dan organisasi menghasilkan uang dan membelanjakan atau menginvestasikan uang. Keuangan berhubungan dengan proses, institusi, pasar dan instrumen yang terlibat dalam perpindahan atau transfer uang antar individu, bisnis dan pemerintah.

Pengertian manajemen keuangan menurut Arthur J. Keown, et.al,(2011:4) bahwa “Financial management is concerned with the maintenance and creation of economic value or wealth”, yang diartikan : Manajemen keuangan adalah mengenai pemeliharaan dan penciptaan dari nilai ekonomi atau kekayaan.

Sementara menurut Van Horne dan Wachowicz (2009:3), Manajemen keuangan adalah segala aktivitas yang berhubungan dengan perolehan, pendanaan, dan pengelolaan aktiva dengan beberapa tujuan umum sebagai latar belakangnya.

Berdasarkan pendapat-pendapat tersebut, maka dapat dikatakan bahwa manajemen keuangan adalah merupakan aktivitas-aktivitas yang menyangkut perencanaan, pencarian dan pemanfaatan dana perusahaan sebijaksana mungkin demi tercapainya tujuan perusahaan.

Manajemen keuangan yang efisien membutuhkan adanya tujuan dan sasaran yang digunakan sebagai standar dalam memberikan penilaian keefisienan keputusan keuangan. Memaksimalkan nilai perusahaan merupakan tujuan yang ingin dicapai oleh manajemen keuangan. Tujuan ini melandasi keputusan manajemen, yaitu dengan mempertimbangkan risiko dan waktu dalam kaitannya dengan laba perusahaan yang diharapkan manajemen keuangan dapat memaksimalkan harga saham biasa perusahaan. Dengan nilai perusahaan yang maksimal artinya perusahaan dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

1.2.1 Tujuan Manajemen Keuangan

Manajer keuangan perlu mengambil keputusan-keputusan yang benar dalam penentuan tujuan perusahaan serta dalam usaha pencapaian tujuan tersebut. Keputusan yang diambil haruslah dengan prinsip memaksimalkan nilai perusahaan, yang identik dengan memaksimalkan laba, serta meminimumkan tingkat risiko. Agar keseimbangan tersebut dapat diperoleh, maka perusahaan harus melakukan pengawasan yang ketat terhadap aliran dana. Berdasarkan uraian tersebut menurut J. Fred Weston & Thomas E. Copeland (2010:10) tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Perlu diketahui bahwa memaksimalkan nilai bermakna lebih luas dari pada memaksimalkan laba. Pernyataan ini dapat diterima kebenarannya atas dasar beberapa alasan. Pertama, memaksimalkan nilai berarti mempertimbangkan pengaruh waktu terhadap nilai uang. Dana yang diterima pada tahun ini bernilai lebih tinggi dari pada dana yang diterima sepuluh tahun yang akan datang. Kedua, memaksimalkan nilai berarti mempertimbangkan berbagai risiko terhadap arus pendapatan perusahaan. Ketiga, mutu dari arus dana yang diharapkan diterima di masa yang akan datang mungkin beragam.

Berikut ini tujuan dari manajemen keuangan yang dikemukakan Irham Fahmi (2014:4) yaitu :

1. Memaksimalkan nilai perusahaan.
2. Menjaga stabilitas finansial dalam keadaan yang selalu terkendali.
3. Memperkecil risiko perusahaan di masa sekarang dan yang akan datang.

Dari tiga tujuan di atas, yang paling utama adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Pemahaman memaksimalkan nilai perusahaan adalah bagaimana pihak manajemen perusahaan mampu memberikan nilai yang maksimum pada saat perusahaan tersebut masuk ke pasar.

Nilai perusahaan dimaksudkan sebagai harga yang bersedia dibayar oleh investor saat ini jika seandainya perusahaan dijual. Manajemen keuangan juga memperhatikan tanggung jawab sosial kepada masyarakat, memberikan sumbangan yang bermanfaat kepada lingkungan social, memperhatikan hukum & perundang-undangan dan aspek sosial lain, serta antisipatif terhadap lingkungan. Dengan demikian manajemen keuangan itu sendiri adalah untuk mengelola perusahaan agar dapat memenuhi harapan pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan (stake holder).

Dalam membuat keputusan keuangan harus dipertimbangkan trade off antara risiko dan keuntungan. Keuntungan dan risiko terikat pada setiap keputusan dan mempengaruhi nilai perusahaan (value of the firm). Risiko dan keuntungan ditentukan oleh skala perusahaan, jenis peralatan operasional, proporsi hutang dengan sumber pembiayaan, posisi likuiditas

dan lain-lain. Risiko yang tinggi maka keuntungan juga tinggi atau sebaliknya.

Manajemen keuangan dalam perusahaan biasanya diembankan kepada manajer keuangan sebagai Chief Financial Officer (CFO) atau direktur keuangan di bawah presiden direktur atau direktur utama. Pada perusahaan besar, manajer keuangan dibagi pada divisi anggaran, perencanaan keuangan dan kredit.

Manajer keuangan bertanggung jawab terhadap aliran kas (dana) masuk dan keluar untuk membiayai investasi dan operasional perusahaan, juga sebagai intermediary bagi penyedia dana seperti : bank, pasar modal.

Hal ini menunjukkan bahwa tujuan manajemen keuangan tak lepas dari peranan atau fungsi manajer keuangan.

Oleh karena itu, menurut Van Horne (2008), untuk merealisasikan tujuan perusahaan maka manajer keuangan harus bisa membuat keputusan keuangan sebagai berikut :

- The Investment Decision
- The Financing Decision
- The Dividend Decision

Keputusan investasi (The investment decision) adalah keputusan yang paling penting di antara ketiga keputusan di atas dalam menciptakan nilai. Dalam memutuskan investasi mana yang akan dipilih selalu dipertimbangkan besarnya keuntungan yang akan diperoleh dengan telah memperhitungkan time value of money dibandingkan dengan risiko yang akan dihadapi. Setelah diperoleh investasi yang paling menguntungkan bagi perusahaan, manajer keuangan perlu memutuskan kembali sumber dana yang akan digunakan (The financing decision) untuk membiayai investasi yang sudah dipilih tersebut. Sumber dana yang tersedia adalah dari dalam perusahaan sendiri dan sumber dana dari luar perusahaan.

Dalam mempertimbangkan sumber dana mana yang akan digunakan sangat erat kaitannya dengan kebijakan struktur modal yang dianut oleh perusahaan. Kebijakan struktur modal itu sendiri akan sangat mempengaruhi besarnya risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan dan besarnya biaya modal yang akan dibebankan pada investasi tersebut dan selanjutnya juga akan mempengaruhi harga saham dan nilai perusahaan. Setelah diperoleh dana untuk membiayai investasi tersebut perusahaan mulai bekerja dan menghasilkan laba. Persoalan selanjutnya adalah apakah laba yang sudah dihasilkan akan dibayarkan kembali semuanya atau tidak kepada pemegang saham (The dividend decision). Jika manajer keuangan yakin akan bisa menghasilkan laba lebih tinggi di masa yang akan datang, laba yang sudah dihasilkan pada periode sebelumnya bisa dijadikan sebagai salah satu sumber dana untuk membiayai investasi berikutnya dalam bentuk retained earning. Sebaliknya laba yang sudah dihasilkan dibagikan saja dalam bentuk dividen.

Van Horne (2008) menganggap fungsi keuangan di atas bisa meningkatkan nilai perusahaan yang dinyatakan sebagai berikut:

The functions of finance involve three major decisions a company must make : the investment decisions, the financing decisions, and the dividend decisions. Each must be considered in relation to our objective; an optimal combination of the three will create value.

Jadi, dengan mengoptimalkan ketiga fungsi di atas diharapkan akan bisa menciptakan nilai perusahaan yang tinggi. Dengan kata lain jika keputusan yang diambil oleh manajer keuangan sudah optimal untuk ketiga fungsi di atas akan mengakibatkan harga saham

perusahaan meningkat sehingga kemakmuran pemegang saham juga akan meningkat seiring dengan meningkatnya capital gain dan dividen yang akan diperoleh.

Seorang manajer keuangan harus bisa mengambil keputusan untuk memperoleh laba yang maksimum dengan risiko yang terbatas. Brealey dan Myers (2008:193) menggambarkan seorang manajer keuangan merupakan mediator antara operasi perusahaan (firm's operations) dengan pasar uang (financial market). Manajer keuangan mengubah aset perusahaan (real assets) dalam bentuk kertas-kertas (saham) yang mempunyai hak claim terhadap real assets. Investor mau membeli kertas tersebut dengan harapan akan mendapatkan imbalan atas apa yang telah dibayar. Manajer keuangan berperan untuk meyakinkan investor akan keamanan dan kepastian uang mereka. Seterusnya manajer keuangan juga harus mengambil keputusan investasi mana yang akan diambil untuk memperoleh laba yang maksimum dan kepastian pengembaliannya. Pemilihan investasi ini berkaitan dengan besarnya biaya yang akan ditutupi dalam cost of capital. Manajer mengharapkan adanya cost of capital atau biaya penggunaan modal yang paling murah, manajer keuangan dituntut untuk memutuskan komposisi sumber modal yang akan digunakan atau bauran modal yang berkaitan dengan keputusan struktur modal. Bagaimana mendapatkan struktur modal yang paling murah atau sering dikatakan paling optimal, hal ini akan dibahas pada bagian berikutnya. Dilihat dari sumbernya, untuk mendapatkan sumber dana yang murah bisa diperoleh dari sumber sebagai berikut :

- a. Eksternal, yaitu mendapatkan hutang dari luar perusahaan yang dianggap biayanya lebih murah. Kebijakan keuangan yang menyangkut dana dari eksternal ini adalah kebijakan struktur modal.
- b. Internal, yaitu mendapatkan dana dari dalam perusahaan sendiri yaitu melalui laba yang diperoleh perusahaan. Untuk menentukan berapa besar laba yang akan ditahan untuk investasi di tahun berikutnya, menyangkut kebijakan dividen.

Berdasarkan beberapa pengertian mengenai fungsi atau peranan seorang manajer keuangan yang sudah diuraikan sebelumnya maka dapat diketahui bahwa peranan seorang manajer keuangan sangat dibutuhkan keberadaannya untuk memonitor keadaan keuangan perusahaan, menemukan masalah-masalah yang dihadapi kemudian mencoba untuk mencari pemecahan masalah tersebut, sehingga tujuan perusahaan secara keseluruhan akan mudah dicapai.

1.3 Pasar Modal

Pasar modal adalah pasar berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk modal sendiri, yang diterbitkan oleh pemerintah, public authorities, maupun perusahaan swasta (Suad Husnan dalam Sri Handaru et al., 2006). Sementara itu Jogiyanto (2010 : 29) menyatakan bahwa pasar modal adalah pasar dalam pengertian abstrak yang mempertemukan calon pemodal (investor) dengan emiten (perusahaan yang menerbitkan surat berharga di pasar modal) yang membutuhkan dana jangka panjang.

Sri Handaru et al. (2006:204) menyatakan bahwa pasar modal adalah organized market yang memperdagangkan saham dan obligasi dengan menggunakan jasa pialang dan underwriter. Berdasarkan beberapa pengertian pasarmodal, dapat disimpulkan bahwa :

1. Pasar modal bisa berupa pasar dalam artian abstrak atau dalam artian kongkret (sesungguhnya). Dalam artian abstrak, maka perdagangan surat berharga tidak harus terjadi pada suatu tempat tertentu. Sementara itu, pasar modal dalam bentuk kongkret ialah bursa efek atau lebih dikenal dengan istilah stock exchange.
2. Komoditi yang diperdagangkan di pasar modal adalah surat berharga (aktiva finansial) jangka panjang.
3. Surat berharga (sekuritas) yang diperjual-belikan di pasar modal adalah surat berharga yang diterbitkan oleh suatu badan hukum berbentuk P.T. (Perseroan terbatas), baik yang dimiliki oleh swasta maupun pemerintah.
4. Bursa efek merupakan bentuk kongkret dari pasar modal. Bursa efek merupakan pasar yang sangat terorganisasi (a highly organized market). Disebut demikian karena terdapat serangkaian peraturan yang mengikat pihak-pihak di dalamnya.

1.4. Teori Keputusan Investasi

1.4.1 Pengertian Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan ketetapan yang dibuat oleh pihak perusahaan dalam membelanjakan dana yang dimilikinya dalam bentuk aset tertentu dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang (Nahdiroh, 2013). Investasi dapat diartikan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam kegiatan produksi yang efisien selama periode waktu tertentu (Jogiyanto, 2010:5). Investasi ke dalam kegiatan produksi yang efisien dapat meningkatkan utility dalam bentuk tingkat kesejahteraan keuangan. Investasi tersebut dapat dilakukan dalam bentuk aktiva nyata seperti gedung, tanah, mesin, dan emas, atau berbentuk aktiva keuangan seperti surat-surat berharga yang diperjualbelikan di antara investor. Investasi dapat juga didefinisikan sebagai suatu pengeluaran sejumlah dana dari para investor atau pengusaha guna membiayai kegiatan produksi untuk mendapatkan profit di masa yang akan datang (Rahmadhana dan Yendrawati, 2012:26). Dari definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa investasi berhubungan dengan pengeluaran sejumlah dana untuk kegiatan produksi dalam jangka waktu yang panjang yang dimaksudkan untuk menghasilkan keuntungan di masa yang akan datang. Di dalam mengadakan investasi perusahaan mengharapkan adanya pengembalian terhadap dana yang ditanamkan dalam investasi tersebut.

Investasi pada umumnya memerlukan dana yang relatif besar dan mengandung risiko serta ketidakpastian, maka perusahaan memerlukan pertimbangan yang masak sebelum melakukan investasi tersebut. Meskipun investasi mengandung risiko dan ketidakpastian, investasi tetap mempunyai arti yang sangat penting bagi perusahaan karena (Bambang Riyanto, 2010: 121) :

1. Dana yang dikeluarkan akan terikat untuk jangka waktu yang panjang. Ini berarti bahwa perusahaan harus menunggu selama waktu yang panjang atau lama sampai keseluruhan dana yang tertanam dapat diperoleh kembali oleh perusahaan. Ini akan berpengaruh bagi penyediaan dana untuk keperluan lain.
2. Investasi dalam aktiva tetap menyangkut harapan terhadap hasil penjualan di waktu yang akan datang. Kesalahan dalam mengadakan “forecasting” akan dapat mengakibatkan adanya “over” atau “under-investment” dalam aktiva tetap. Apabila investasi dalam aktiva tetap terlalu besar melebihi dari pada yang diperlukan akan memberikan

beban tetap yang besar bagi perusahaan. Sebaliknya kalau jumlah investasi dalam aktiva tetap terlalu kecil akan dapat mengakibatkan kekurangan peralatan, yang ini dapat mengakibatkan perusahaan bekerja dengan harga pokok yang tinggi sehingga mengurangi daya bersaingnya atau kemungkinan lain ialah kehilangan sebagian dari pasar bagi produknya.

3. Pengeluaran dana untuk keperluan tersebut biasanya meliputi jumlah yang besar. Jumlah dana yang besar itu mungkin tidak dapat diperoleh dalam jangka waktu yang pendek atau mungkin tidak dapat diperoleh sekaligus. Berhubungan dengan itu maka sebelumnya harus dibuat rencana yang hati-hati dan teliti.
4. Kesalahan dalam pengambilan keputusan mengenai pengeluaran modal tersebut akan mempunyai akibat yang panjang dan berat. Kesalahan dalam pengambilan keputusan di bidang ini tidak dapat diperbaiki tanpa adanya kerugian.

Karena beberapa alasan pentingnya investasi di atas, maka setiap usulan investasi terlebih dahulu dievaluasi sebelum diambil keputusan untuk menerima atau menolak suatu usulan investasi.

1.4.2. Jenis-jenis Usulan Investasi

Ada berbagai cara dalam menggolongkan usul-usul investasi. Salah satu penggolongan usul-usul investasi didasarkan menurut kategori di bawah ini (Bambang Riyanto, 2010: 121):

1. Investasi penggantian
Pada umumnya keputusan mengenai investasi penggantian adalah yang paling sederhana, yaitu misalnya suatu aktiva yang sudah aus (wear-out) atau usang (obsolete) yang harus diganti dengan aktiva baru, kalau produksi akan tetap dilanjutkan. Secara umum dapat dikatakan bahwa sebagian besar dari keputusan mengenai investasi penggantian dapat diperhitungkan dengan lebih mudah.
2. Investasi penambahan kapasitas
Termasuk dalam golongan investasi penambahan kapasitas misalnya usul penambahan jumlah mesin atau pembukaan pabrik baru. Investasi penambahan kapasitas sering juga bersifat investasi penggantian, misalnya mesin yang sudah tua yang tidak efisien akan diganti dengan mesin baru yang lebih besar kapasitasnya dan lebih efisien.
3. Investasi penambahan jenis produk baru
Investasi untuk menghasilkan produk yang baru di samping tetap menghasilkan produk yang telah diproduksi pada waktu ini.
4. Investasi lain-lain
Termasuk dalam golongan investasi lain-lain adalah usul-usul investasi yang tidak termasuk dalam ketiga golongan tersebut, misalnya investasi untuk pemasangan alat pemanas (heater), alat pendingin (air conditioner), pemasangan sistem musik dimaksudkan untuk dapat meningkatkan moral para karyawan.

1.4.3. Penggolongan Investasi

Investasi dapat dibagi menjadi empat golongan berikut ini (Mulyadi, 2001: 284):

1. Investasi yang tidak menghasilkan laba (non-profit investment)
Investasi jenis ini timbul karena adanya peraturan pemerintah atau karena syarat-syarat kontrak yang telah disetujui, yang mewajibkan perusahaan untuk melaksanakannya tanpa mempertimbangkan laba atau rugi. Karena sifatnya merupakan kewajiban yang harus dilaksanakan, maka investasi jenis ini tidak memerlukan pertimbangan ekonomis sebagai kriteria untuk mengukur perlu tidaknya pengeluaran tersebut.
2. Investasi yang tidak dapat diukur labanya (non-measurable profit investment) Investasi ini dimaksudkan untuk menaikkan laba, namun laba yang diharapkan akan diperoleh perusahaan dengan adanya investasi ini sulit untuk dihitung secara teliti. Dalam mempertimbangkan investasi jenis ini, pedoman persentase tertentu dari hasil penjualan seperti disebutkan di atas tidaklah merupakan kriteria yang memuaskan, dan biasanya manajemen puncak lebih banyak mendasarkan pada pertimbangannya (judgement) daripada atas dasar analisis data kuantitatif.
3. Investasi dalam penggantian peralatan (replacement investment)
Investasi jenis ini meliputi pengeluaran untuk penggantian mesin dan peralatan yang ada. Dalam pemakaian mesin dan peralatan, pada suatu saat akan terjadi biaya operasi mesin dan peralatan menjadi lebih besar dibandingkan dengan biaya operasi jika mesin tersebut diganti dengan yang baru, atau produktivitasnya tidak lagi mampu memenuhi kebutuhan. Penggantian mesin dan peralatan biasanya dilakukan atas dasar pertimbangan adanya penghematan biaya (biaya diferensial) yang akan diperoleh atau adanya kenaikan produktivitas (pendapatan diferensial) dengan adanya penggantian tersebut.
4. Investasi dalam perluasan usaha (expansion investment)
Investasi jenis ini merupakan pengeluaran untuk menambah kapasitas produksi atau operasi menjadi lebih besar dari sebelumnya. Tambahan kapasitas akan memerlukan aktiva diferensial berupa tambahan investasi dan akan menghasilkan pendapatan diferensial, yang berupa tambahan pendapatan (revenues), serta memerlukan biaya diferensial, yang berupa tambahan biaya karena tambahan kapasitas. Kriteria yang perlu dipertimbangkan adalah taksiran laba masa yang akan datang (yang merupakan selisih pendapatan dengan biaya) dan kembalian investasi (return on investment) yang akan diperoleh karena adanya investasi tersebut. Penting juga dipertimbangkan faktor risiko yang berbeda-beda untuk tiap-tiap investasi, pajak penghasilan, dan nilai waktu karena ketiga faktor tersebut menentukan arus kas (cash flows) di masa yang akan datang.

1.4.4. Proses Keputusan Penanaman Modal

Secara garis besar proses pengambilan keputusan penanaman modal dilakukan melalui prosedur-prosedur sebagai berikut (Supriyono, 2011:30):

1. Identifikasi proyek
Langkah awal dari keputusan penanaman modal adalah mengidentifikasi proyek penanaman modal, kemudian mencari usulan penanaman modal yang nantinya akan dipilih satu usulan investasi yang paling maksimal dihubungkan dengan sumber yang tersedia dan disesuaikan dengan tujuan perusahaan.

2. **Estimasi biaya dan manfaat**
Salah satu kriteria yang digunakan untuk menerima atau menolak suatu usulan proyek adalah estimasi biaya dan manfaat proyek yang bersangkutan. Estimasi biaya merupakan estimasi biaya yang ditanamkan mula-mula dan biaya yang diperlukan untuk mengoperasikan proyek yang bersangkutan.
3. **Evaluasi proyek**
Evaluasi yang dilakukan sebaiknya secara kuantitatif maupun kualitatif. Evaluasi secara kualitatif misalnya dinilai dari segi perubahan moral karyawan, dampak sosial, pelestarian lingkungan dan lain sebagainya. Evaluasi proyek secara kuantitatif dapat menggunakan beberapa metode evaluasi seperti metode net present value, metode payback period dan lain sebagainya.
4. **Penyusunan anggaran pengeluaran modal**
Anggaran pengeluaran modal merupakan bagian dari anggaran induk suatu organisasi yang berisi semua usulan penanaman modal yang telah disahkan untuk satu periode tahun anggaran. Secara formal, penyusunan anggaran modal merupakan hasil akhir dari keputusan penanaman modal.
5. **Penilaian kembali proyek**
Suatu proyek yang sudah diterima dan dilaksanakan masih memerlukan adanya penilaian kembali secara periodik untuk menentukan apakah penanaman modal tersebut telah sesuai dengan yang diharapkan semula. Ada dua manfaat penting dari penilaian kembali suatu proyek, yaitu :
 - a. Dapat untuk mengetahui ketepatan estimasi masa lalu, yang bermanfaat untuk membuat estimasi baru atau estimasi yang lebih tepat terhadap proyek baru.
 - b. Merupakan pembandingan antara proyek yang sedang berjalan dengan alternatif penanaman modal lainnya.

1.4.5. Investasi Penambahan Kapasitas

Penambahan kapasitas oleh perusahaan merupakan jenis investasi ekspansi. Berkembangnya perusahaan selalu menyangkut investasi dana. Adanya investasi tersebut memegang peranan penting untuk perluasan usaha atau ekspansi. Ekspansi yang dimaksud di sini adalah (Riyanto, 2010) investasi baik perluasan modal kerja saja, atau modal kerja dan modal tetap yang digunakan secara tetap dan terus menerus di dalam perusahaan. Dalam pelaksanaan ekspansi, ada beberapa hal yang perlu diperhatikan antara lain:

1. **Umur Proyek**
Untuk menentukan panjangnya umur proyek investasi antara lain :
 - a. Sebagai ukuran umum dapat diambil suatu periode jangka waktu (umur ekonomis) suatu proyek. Yang dimaksudkan dengan umur ekonomis suatu aktiva adalah jumlah tahun selama pemakaian aktiva tersebut dapat meminimumkan biaya pada tahun selama aktiva tersebut digunakan.
 - b. Umur-umur proyek yang mempunyai investasi modal yang besar sekali lebih mudah untuk menggunakan unsur teknis dari pada unsur-unsur pokok investasi. Dalam hal ini perlu diingat bahwa untuk proyek-proyek tertentu umur teknis dari unsur-unsur pokok investasi adalah sama, tetapi umur ekonomisnya dapat jauh lebih pendek karena terdapat teknologi baru yang lebih efisien.

2. Aliran Kas (Cash Flow)

Setiap perusahaan yang menjalankan usahanya selalu membutuhkan kas yang digunakan untuk membiayai operasi perusahaan sehari-hari maupun untuk pengadaan investasi baru seperti aktiva tetap. Penilaian usulan investasi didasarkan pada aliran kas (cash flow) karena untuk dapat menghasilkan keuntungan tambahan, perusahaan harus mempunyai kas untuk ditanamkan kembali. Aliran kas (cash flow) adalah penerimaan kas dan pengeluaran kas selama suatu periode.

Aliran kas dapat berasal dari uang keluar (cash out-flow) dan aliran uang masuk (cash in-flow). Yang termasuk dalam cash out-flow antara lain pengeluaran untuk investasi mula-mula, biaya pemeliharaan, biaya operasional, serta modal kerja yang dibutuhkan. Sedangkan cash in-flow meliputi penghasilan yang diterima secara rutin, pengurangan atau penghematan biaya, nilai residu, serta pengurangan modal kerja.

3. Discount Rate

Dalam teori, jika arus kas masa yang akan datang dapat diketahui dengan pasti, discount rate yang benar adalah sebesar biaya modal perusahaan (firm's cost of capital). Kenyataannya, arus kas masuk masa yang akan datang adalah tidak pasti, oleh karena itu, untuk menghadapi ketidakpastian tersebut, pengambil keputusan investasi biasanya menggunakan discount rate yang lebih tinggi dari biaya modal perusahaan.

Jika discount rate yang dipilih terlalu tinggi, hal ini akan mengakibatkan pengambil keputusan cenderung mempertimbangkan aspek jangka pendek dalam pemilihan investasi yang akan dilakukan. Penggunaan discount rate yang lebih tinggi berarti bobot yang diberikan kepada arus kas yang diterima lebih awal lebih tinggi bila dibandingkan dengan yang diberikan kepada arus kas yang diterima kemudian. Padahal, investasi dalam lingkungan manufaktur maju baru merupakan investasi yang layak untuk dilakukan jika arus kas masuk dipertimbangkan untuk jangka waktu panjang (Mulyadi, 2011: 335)

4. Pajak dan Depresiasi

Pajak penghasilan merupakan pajak langsung yang harus dibayar oleh perusahaan atas laba yang diperoleh. Penghematan biaya yang diperoleh dalam usaha akan menyebabkan kenaikan jumlah laba kena pajak akibatnya akan menaikkan pengeluaran kas untuk pajak. Di lain pihak kenaikan biaya dalam usaha akan mempunyai akibat sebaliknya, yaitu penghematan pajak. Oleh karena itu pajak penghasilan akan mempunyai pengaruh yang besar dalam pengembalian keputusan investasi.

Depresiasi adalah biaya yang bukan out of pocket cost (biaya yang memerlukan pengeluaran uang) atau tidak ada aktiva lancar kas yang dikeluarkan. Disamping itu depresiasi merupakan pengalokasian biaya investasi (penanaman modal) suatu proyek pada setiap tahun sepanjang umur ekonomi proyek tersebut.

Biaya depresiasi mengurangi pendapatan atau laba bersih sehingga berpengaruh pula pada pajak penghasilan yang akan dibebankan pada laba bersih tersebut. Jadi dengan adanya biaya depresiasi, penghasilan bersih akan turun sehingga pajak yang dikenakan terhadap konsep akuntansi akan lebih kecil dibandingkan jika dikenakan terhadap konsep pembelanjaan. Oleh karena itu, cara termudah untuk menaksir aliran kas bersih berdasarkan konsep akuntansi adalah dengan menambahkan biaya depresiasi kepada laba setelah pajak menurut laporan keuangan.



BAB II. STRUKTUR MODAL

1. Pengertian Struktur Modal

Struktur Modal merupakan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Bambang Riyanto (2010:193) menyatakan bahwa struktur modal harus dapat dibedakan dengan perusahaan dibiayai. Oleh Karena itu struktur keuangan adalah keseluruhan yang terdapat di dalam neraca sebelah kredit. Pada neraca sebelah kredit terdapat hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek. Jadi Struktur keuangan mencakup semua pembelanjaan baik jangka panjang maupun jangka pendek. Sebaliknya struktur modal hanya menyangkut pembelanjaan jangka panjang saja. Tidak termasuk pembelanjaan jangka pendek.

Struktur modal juga dapat didefinisikan sebagai pembiayaan permanen yang terdiri hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham (Weston dan Capeland, 2010:205). Berdasarkan pengertian di muka, struktur modal dapat diartikan sebagai perbandingan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Hutang jangka panjang terdiri dari berbagai jenis obligasi dan hutang hipotik, sedangkan modal sendiri terdiri dari berbagai jenis saham dan laba ditahan.

Penggunaan modal pinjaman yang terdiri dari utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang dengan modal sendiri yang terdiri dari :saham preferen dan saham biasa. Maka dapat disimpulkan bahwa pimpinan perusahaan dalam hal ini manajer keuangan harus dapat mencari bauran pendanaan (financing mix) yang tepat agar tercapai strktur modal yang optimal yang secara langsung akan mempengaruhi nilai perusahaan. Pada bab sebelumnya telah dibahas apabila kita memerlukan dana untuk ekspansi, apakah kita sebaiknya menggunakan dana yang berasal dari penerbitan obligasi (modal pinjaman= utang) yaitu menggunakan analisis hubungan antara EBIT dan EPS dengan mencari titik suatu struktur modal adalah menggunakan rasio-rasio leverage seperti yang telah dibahas pada Pengantar Manajemen Keuangan dalam Bab Analisis Laporan Keuangan dan Analisis Arus Kas Perusahaan. Dalam bab ini akan membahas mengenai Teori Stuktur Modal dan pada akhir pembahasan akan mengulas sedikit mengenai Analisis Arus Kas Perusahaan yang sangat bermanfaat bagi penentuan perimbangan struktur modal. Kita membagi Teori Struktur Modal menjadi 2(dua) kelompok besar yaitu:

1. Teori Struktur Modal Tradisional yang terdiri dari:
 - a. Pendekatan laba bersih (Net Income Approach),
 - b. Pendekatan laba operasi bersih (Net Operating Income Approach),
 - c. Pendekatan tradisional (Tradisional Approach).

Ketiga Pendekatan struktur modal tradisional pada mulanya dikembangkan oleh David Durand pada tahun 1952.

2. Teori Struktur Modal Modern yang terdiri dari :
 - a. Model Modigliani-Miller(MM) tanpa pajak,
 - b. Model Modigliani-Miller(MM) dengan pajak,
 - c. Model Miller,
 - d. Financial Distress dan Agency Costs
 - e. Model Trade Off (Model Miller dan Financial Distress and Agency Costs),
 - f. Teori Informasi Tidak Simetris (Asymmetric Information Theory).

2. Pendekatan Laba Bersih (Net Income Approach)

Pendekatan Laba Bersih (Net Income Approach) merupakan salah satu dari pendekatan yang menghubungkan antara biaya modal, struktur modal dengan nilai perusahaan (Chandra, 2006). Pendekatan laba bersih (Net Income Approach) dikembangkan oleh David Durand pada tahun 1952. Pada pendekatan laba bersih (Net Income Approach) diasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai tingkat laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi atau biaya modal sendiri (K_e) bergerak konstan dengan tidak terpengaruh oleh besarnya struktur modal perusahaan begitu juga dengan tingkat hutang, bisa ditingkatkan jumlahnya dengan tingkat biaya hutang (K_i) yang konstan pula.

Mengingat tingkat biaya modal sendiri (K_e) dan biaya hutang (K_i) sifatnya adalah konstan, maka semakin banyak hutang yang diambil oleh perusahaan akan mengakibatkan besarnya biaya modal rata-rata tertimbang atau Weighted Average Cost of Capital (K_o) menjadi lebih kecil. Seperti diketahui bahwa biaya modal sendiri (K_e) merupakan ekspektasi dari pemegang saham terhadap return dari dana yang ditanam di dalam perusahaan. Ekspektasi ini tentu akan lebih tinggi daripada biaya hutang (K_i). Pada pendekatan ini

digambarkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) akan turun jika adanya penurunan penggunaan modal sendiri dan memperbanyak hutang yang relatif lebih murah dibanding dengan modal sendiri tersebut. Dengan mendapatkan biaya modal rata-rata tertimbang yang lebih murah, diharapkan akan menaikkan laba bersih perusahaan yang seterusnya akan menaikkan nilai perusahaan.

3. Pendekatan Laba Operasi Bersih (Net Operating Income = NOI)

Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapapun tingkat utang yang digunakan oleh perusahaan. Pertama, diasumsikan bahwa biaya utang konstan seperti halnya dalam pendekatan laba bersih. Kedua, penggunaan utang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya risiko perusahaan. Konsekwensinya biaya modal rata-rata tertimbang tidak mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting.

4. Pendekatan Tradisional (Traditional Approach)

Pendekatan ini paling banyak dianut oleh para praktisi dan para akademisi. Mereka memilih di antara kedua pendekatan di atas. Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga suatu leverage tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Sehingga baik K_d maupun K_e relatif konstan. Namun demikian setelah leverage atau rasio utang tertentu, biaya utang dan biaya modal sendiri meningkat. Peningkatan biaya modal sendiri ini akan semakin besar dan bahkan akan lebih besar dari pada penurunan biaya akan penggunaan utang yang lebih murah. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang pada awalnya menurun dan setelah leverage tertentu akan meningkat. Oleh karena itu nilai perusahaan mula-mula meningkat dan akan menurun sebagai akibat penggunaan utang yang semakin besar. Dengan demikian menurut pendekatan tradisional, terdapat struktur modal yang optimal untuk setiap perusahaan. Struktur modal yang optimal tersebut terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang minimum.

5. Model Modigliani-Miller (MM) Tanpa Pajak

Modigliani dan Merton Miller dalam Chandra (2010) mengajukan suatu teori. Pada tahun 1958 mereka mengajukan suatu teori yang ilmiah tentang struktur modal perusahaan .

Teori mereka menggunakan beberapa asumsi :

- a. Risiko bisnis perusahaan diukur dengan standard deviation EBIT (Standard Deviation Earning Before Interest and Taxes = deviasi standar laba sebelum bunga dan pajak),
- b. Investor memiliki pengharapan yang sama tentang EBIT perusahaan di masa mendatang.
- c. Saham dan obligasi diperjualbelikan di suatu pasar modal yang sempurna.

Adapun kriteria pasar modal yang efisien adalah:

- 1) Informasi selalu tersedia bagi semua investor (symmetric information) dan dapat diperoleh tanpa biaya.
 - 2) Tidak ada biaya transaksi dan investor bersikap rasional.
 - 3) Investor dapat melakukan diversifikasi investasi secara sempurna,
 - 4) Tidak ada baik pajak penghasilan perseorangan maupun pajak penghasilan perusahaan,
 - 5) Investor baik individu maupun institusi dapat meminjam dengan tingkat berupa yang sama seperti halnya perusahaan sebesar tingkat bunga bebas risiko. Utang adalah tanpa risiko sehingga suku bunga pada utang adalah suku bunga bebas risiko.
- d. Seluruh aliran kas adalah perpetuitas (sama jumlahnya setiap periode hingga waktu tak terhingga). Dengan kata lain, pertumbuhan perusahaan adalah nol atau EBIT selalu sama. Teori ini mengemukakan 3 Preposisi yaitu:

1) Preposisi 1

MM berpendapat bahwa nilai setiap perusahaan tidak lain merupakan kapitalisasi laba operasi bersih yang diharapkan atau expected net operating income (NOL=EBIT) dengan tingkat kapitalisasi (K_0) konstan yang sesuai dengan tingkat risiko perusahaan. Dimana $K_0=K_{S,U}$ adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk perusahaan (100%) modalnya terdiri atas modal sendiri atau unlevered firm. MM berpendapat bahwa nilai perusahaan adalah tidak tergantung atau tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Dengan pendapat ini secara tidak langsung dijelaskan bahwa biaya modal rata-rata tertimbang sering disebut juga dengan tingkat keuntungan yang diharapkan atas portofolio karena perusahaan dapat dianggap sebagai portofolio baik untuk perusahaan yang memilih leverage maupun tidak adalah independen terhadap struktur modal. Implikasi kedua adalah bahwa biaya rata-rata tertimbang sama dengan biaya modal sendiri untuk perusahaan yang tidak leverage. Dengan demikian preposisi pertama ini sama dengan pendekatan laba operasi bersih dan untuk mendukung pendapatnya MM secara tidak langsung menentang pendapat laba bersih dan untuk mendukung pendapatnya MM menggunakan pembuktian adanya proses arbitrase.

2) Preposisi II

MM menjelaskan bahwa Cost of Equity dari perusahaan leverage (K_{eL}) sama dengan :

- Cost of Equity (K_{eU}) dari perusahaan unleveraged ditambah dengan,
- Premium risiko dari selisih Cost of Equity (K_{eL}) dengan Cost of Debt

Bentuk rumus preposisi ini adalah (Brigham dan Daves, 2016):

$$K_{eL} = K_{eU} + \text{Risk Premium} = K_{eU} + \text{Risk Premium} = K_{eU} + (K_{eU} - K_i) (D/S)$$

Dimana:

K_{eL} = tingkat keuntungan yang disyaratkan pada leverage firm

K_{eU} = tingkat keuntungan yang disyaratkan pada unleveraged firm

K_i = biaya modal hutang (cost of debt)

D/S = nilai pasar hutang perusahaan/nilai pasar modal perusahaan

Dari preposisi ini, MM berpendapat bahwa dengan meningkatnya jumlah hutang perusahaan akan semakin meningkat juga biaya modal sendiri (cost of equity). Permintaan kenaikan dari biaya modal sendiri ini karena investor merasa harus menanggung risiko yang lebih besar dari penambahan hutang perusahaan. Artinya pemilik modal menuntut adanya penambahan keuntungan atas dana yang ditanam di perusahaan biaya modal sendiri pada perusahaan unleveraged ditambah premi risiko.

3) Preposisi III

MM dalam Chandra (2010) menyatakan bahwa perusahaan sebaiknya melakukan investasi pada proyek baru sepanjang paling tidak nilai perusahaan meningkat sebesar biaya investasi. Jika pertambahan nilai perusahaan adalah ΔI , maka bisa dibuat perumusan sebagai berikut:

$\Delta V/\Delta I > 1$, Berdasarkan preposisi I, maka dapat diperoleh persamaan :
 $(\Delta \text{EBIT}/\text{KeU})/\Delta I > 1$ atau $\Delta \text{EBIT}/\Delta I > \text{KeU}$

6. Pendekatan Modigliani-Miller (MM) Dengan Pajak

Pada tahun 1963, MM dalam Chandra (2010) mengkoreksi asumsi yang sudah dibuat yaitu dengan memasukkan unsur pajak dalam analisisnya. Dengan adanya pajak perusahaan ini, MM mulai mempertimbangkan kebenaran pendekatan laba bersih (Net Income Approach) yaitu perubahan struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan. Jika argumentasi pendekatan laba bersih (Net Income Approach) menganggap nilai perusahaan akan meningkat dengan adanya penambahan hutang yang akan mengakibatkan menurunnya biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Pada pendekatan MM dengan pajak ini, nilai perusahaan akan meningkat juga karena adanya peningkatan pemakaian hutang perusahaan, tetapi pengurangan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) terjadi akibat adanya tax saving atau penghematan pajak karena meningkatnya biaya bunga (a tax deductible expense). Dengan kata lain, jika ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi (EBIT) yang sama, perusahaan pertama menggunakan hutang (leverage firm) untuk membiayai perusahaannya (dengan membayar bunga) sementara yang lain tidak menggunakan hutang (unleveraged firm) dalam membiayai perusahaannya. Perusahaan pertama akan membayar pajak penghasilan perusahaan yang lebih kecil dibanding dengan perusahaan kedua, akibat dari penghematan pajak penghasilan dari adanya biaya bunga yang dibayar. Dengan membayar pajak penghasilan perusahaan yang lebih kecil dibanding perusahaan yang tidak menggunakan hutang (unleveraged) akan mengakibatkan laba perusahaan per lembar saham (earning per share) akan lebih besar yang seterusnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Berikut model MM II dengan pajak (Brigham dan Daves, 2016):

$$VL = VU + TD$$

Dimana :

VL : Value of leveraged firm

VU: Value of unleveraged firm

T : Tax (jumlah pajak perusahaan)

D : Debt (jumlah hutang)



BAB III. KEBIJAKAN DEVIDEN

1. Pengertian Kebijakan Dividen

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. Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan (*struktur modal*) perusahaan. Salah satu kebijakan yang harus diambil oleh manajemen yaitu memutuskan apakah laba bersih yang diperoleh selama satu periode dibagi semua atau dibagi sebagian untuk dividen dan sebagian lagi tidak dibagi (*menjadi laba ditahan*). Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi semua laba bersih yang diperoleh sebagai dividen, maka berarti tidak ada laba yang ditahan dan akhirnya memperkecil sumber dana intern yang dapat digunakan mengembangkan usaha. Jika perusahaan memutuskan tidak membagikan laba yang diperoleh sebagai dividen akan dapat memperbesar sumber dana

intern yang dapat digunakan mengembangkan usaha atau re-investasi. Jika laba yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Dengan demikian aspek penting dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang sesuai di antara pembayaran laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan di perusahaan (Robinson, 2006). Rasio pembayaran dividen menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa berupa dividen kas.

Kebijakan dividen harus didasarkan pada pertimbangan atas kepentingan pemegang saham dan juga kepentingan perusahaan. Kebijakan dividen penting karena pembayaran dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan juga meningkatkan kemakmuran bagi pemegang saham (El-Sady, Hamdy, Al-Mawazini & Alshammari, 2012).

Cash dividen atau dividen kas merupakan bagian laba yang dibagikan kepada para pemegang saham. Ada dua jenis dividen yaitu: 1. dividen saham preferen yang dibayarkan secara tetap dalam tertentu. 2. dividen saham biasa yang dibayarkan kepada para pemegang saham apabila perusahaan mendapat laba.

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dapat dibagi menjadi dua, yaitu (Juma'h dan Pacheso, 2008) :

1. Faktor internal, merupakan faktor penentu kebijakan dividen yang berasal dari dalam perusahaan, seperti profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, dan peluang investasi.
2. Faktor eksternal, merupakan faktor penentu kebijakan dividen yang berasal dari luar perusahaan, seperti akses ke pasar modal, kebijakan global, ketentuan perundang-undangan, teknologi, masalah ekonomi makro, dan sebagainya.

2. Beberapa Pendapat tentang Kebijakan Dividen

Ada dua pendapat mengenai relevansi kebijakan dividen, yaitu (1) pendapat yang menyatakan bahwa dividen tidak relevan, dan (2) pendapat yang menyatakan bahwa dividen adalah relevan dalam kaitannya dengan kemakmuran pemegang saham.

1. Pendapat Tentang Ketidakrelevanan Dividen (Irrelevant Theory)

Pendapat ini dikemukakan oleh Modigliani dan Miller. Modigliani dan Miller (MM) memberikan argumentasi bahwa pembagian laba dalam bentuk dividen tidak relevan. MM menyatakan bahwa, dividend payout ratio (DPR) hanya merupakan bagian kecil dari keputusan pendanaan perusahaan. DPR tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham. MM berargumentasi bahwa nilai perusahaan ditentukan tersendiri oleh kemampuan aktiva perusahaan untuk menghasilkan laba atau kebijakan investasi. Jadi dalam rangka membagi laba perusahaan menjadi dividen dan laba yang ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dalam hal ini MM berasumsi bahwa adanya pasar modal sempurna di mana tidak ada biaya transaksi, biaya pengambangan (floatation cost) dan tidak ada pajak.

2. Pendapat Tentang Relevansi Dividen (Relevant Theory)

Pendapat ini mencoba membantah pendapat ketidakrelevanan pembayaran dividen. Sejumlah argumentasi diajukan untuk mendukung posisi yang kontradiksi yaitu bahwa dividen adalah relevan untuk kondisi yang tidak pasti. Dengan kata lain, para investor dapat dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Pendapat ini terutama ditujukan untuk keadaan yang penuh ketidakpastian. Argumen-argumen tersebut antara lain:

a. Preferensi atas dividen

Para investor tertentu mungkin mempunyai pilihan dividen daripada keuntungan sebagai akibat perubahan harga saham (capital gain). Pembayaran dividen merupakan alternatif pemecahan dalam kondisi ketidakpastian para investor tentang kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (profitabilitas) perusahaan. Dividen akan diterima saat ini dan terus menerus tiap tahun, sedangkan capital gain akan diterima untuk waktu yang akan datang jika harga saham naik. Dengan demikian perusahaan yang membayar dividen akan memecahkan ketidakpastian investor lebih awal dari perusahaan yang tidak membayar dividen.

b. Pajak atas investor

Pajak memiliki banyak pengaruh yang berbeda-beda. Karena pajak capital gain lebih kecil daripada pajak penghasilan dividen, maka perusahaan mungkin lebih menguntungkan untuk menahan laba tersebut. Sebaliknya apabila pajak penghasilan dividen lebih kecil daripada pajak capital gain, maka lebih menguntungkan bila perusahaan membayar dividen. Sedangkan mengenai perpajakan ini tergantung pada peraturan pajak di masing-masing negara.

c. Biaya pengambangan

Biaya pengambangan (floatation cost) adalah biaya yang berhubungan dengan penerbitan surat berharga, seperti biaya pertanggungjawaban emisi, biaya konsultasi hukum, pendaftaran saham dan percetakan. Ketidakrelevanan pembayaran dividen didasarkan pada pemikiran bahwa pada saat terdapat peluang investasi yang menguntungkan namun dividen tetap dibayarkan, maka dana yang dikeluarkan oleh perusahaan harus diganti dengan dana yang diperoleh dari pendanaan eksternal. Padahal dana eksternal tersebut menimbulkan biaya pengambangan, sehingga adanya biaya pengambangan menyebabkan keputusan menahan laba lebih baik daripada membayar dividen.

d. Biaya transaksi dan pembagian sekuritas

Biaya transaksi yang terjadi di dalam penjualan sekuritas (surat berharga) cenderung untuk menghambat proses arbitrase. Para pemegang saham yang berkeinginan mendapat laba sekarang, harus membayar biaya transaksi bila menjual sahamnya untuk memenuhi distribusi kas yang mereka inginkan karena pembayaran dividennya kurang. Pasar yang sempurna juga mengasumsikan bahwa sekuritas dapat dibagi (divisible) secara tak terbatas. Namun kenyataannya bahwa unit sekuritas terkecil adalah satu lembar saham. Hal ini akan menjadi alat untuk menghindari penjualan saham sebagai pengganti dividen yang kurang. Sebaliknya para pemegang saham tidak menginginkan pembayaran dividen untuk tujuan konsumsi. Hal ini menunjukkan bahwa biaya transaksi dan masalah pembagian sekuritas tidak menguntungkan para pemegang saham.

e. Pembatasan institusional

Hukum sering membatasi jenis-jenis saham biasa yang boleh dibeli para investor institusional (lembaga) tertentu. Sering pemerintah melarang lembaganya untuk investasi saham pada perusahaan yang tidak memberikan dividen. Misalnya perusahaan asuransi jiwa hanya boleh investasi saham yang selalu membayar dividen secara kontinyu. Untuk itu perusahaan yang selalu membagi labanya sebagai dividen, lebih disukai daripada perusahaan yang menahan labanya.

3. Pertimbangan Manajerial Dalam Pembayaran Dividen

Sejauh ini pembahasan dividen hanya menyangkut aspek-aspek teoritis dari kebijakan dividen. Namun, ketika perusahaan menetapkan suatu kebijakan dan memperhatikan sejumlah hal, pertimbangan-pertimbangan ini harus dikaitkan kembali ke teori pembayaran dividen dan penilaian perusahaan. Dalam pembahasan berikut, akan dibahas berbagai faktor yang dapat dan harus dianalisis perusahaan dalam praktek ketika melakukan pendekatan terhadap keputusan dividen.

a. Kebutuhan dana bagi perusahaan

Semakin besar kebutuhan dana perusahaan berarti semakin kecil kemampuan untuk membayar dividen. Penghasilan perusahaan akan digunakan terlebih dahulu untuk memenuhi kebutuhan dananya (semua proyek investasi yang menguntungkan) baru sisanya untuk pembayaran dividen. Dalam hal kebutuhan dana, ada pendapat yang menyebutnya sebagai posisi solvabilitas perusahaan. Jika perusahaan dalam kondisi insolvensi atau solvabilitasnya kurang baik, maka tidak membagikan laba yang diperoleh sebagai dividen tetapi digunakan untuk memperbaiki posisi struktur modalnya.

b. Posisi Likuiditas perusahaan

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

c. Kemampuan untuk meminjam

Posisi likuiditas bukanlah satu-satunya cara untuk menunjukkan fleksibilitas dan perlindungan terhadap ketidakpastian. Apabila perusahaan mempunyai kemampuan yang tinggi untuk mendapatkan pinjaman, hal ini merupakan fleksibilitas keuangan yang tinggi sehingga kemampuan untuk membayar dividen juga tinggi. Jika perusahaan memerlukan pendanaan melalui hutang, manajemen tidak perlu mengkhawatirkan pengaruh dividen kas terhadap likuiditas perusahaan.

d. Pembatasan-pembatasan dalam perjanjian hutang

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

e. Pengendalian perusahaan

Apabila suatu perusahaan membayar dividen yang sangat besar, maka perusahaan mungkin menaikkan modal di waktu yang akan datang melalui penjualan sahamnya untuk membiayai kesempatan investasi yang menguntungkan. Dengan bertambahnya jumlah saham yang beredar, ada kemungkinan kelompok pemegang saham tertentu

tidak lagi dapat mengendalikan perusahaan karena jumlah saham yang mereka kuasai menjadi berkurang dari seluruh saham yang beredar. Oleh karena itu dianggap berbahaya apabila perusahaan terlalu besar membayar dividennya, sehingga pengendalian perusahaan menjadi berpindah tangan.

4. Kebijakan Pembayaran Dividen

Ada beberapa bentuk pembayaran dividen secara tunai atau cash dividen yang dilakukan perusahaan kepada para pemegang saham. Bentuk kebijakan dividen tersebut yaitu:

a. Kebijakan pemberian dividen stabil.

Kebijakan pemberian dividen yang stabil artinya dividen diberikan secara tetap per lembar saham untuk jangka waktu tertentu walaupun laba bersih yang diperoleh perusahaan berfluktuasi. Kebijakan dividen yang stabil dipertahankan untuk beberapa tahun, kemudian jika laba yang diperoleh meningkat dan stabil maka dividen juga ditingkatkan yang selanjutnya dipertahankan selama beberapa tahun. Kebijakan dividen yang stabil diberikan oleh perusahaan, karena beberapa alasan yaitu: 1. bisa meningkatkan harga saham, sebab dividen yang stabil dapat diprediksi dan dianggap mempunyai risiko yang kecil. 2. bisa memberi kesan kepada para investor saham bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa depan. 3. menarik para investor saham yang memanfaatkan dividen untuk keperluan konsumsi sebab dividen selalu dibayarkan.

b. Kebijakan pemberian dividen yang meningkat.

Kebijakan pemberian dividen yang meningkat artinya dividen diberikan kepada pemegang saham dengan jumlah yang selalu meningkat dengan pertumbuhan yang stabil.

c. Kebijakan pemberian dividen yang konstan.

Kebijakan pemberian dividen yang konstan artinya pemberian dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh semakin besar dividen yang dibayarkan, begitu juga sebaliknya.

d. Kebijakan pemberian dividen yang rendah ditambah ekstra.

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

5. Stabilitas Dividen

Stabilitas dividen adalah pembayaran dividen yang stabil dalam jangka waktu yang lama. Sedangkan kebalikannya adalah pembayaran dividen yang sesuai dengan persentase tetap dari penghasilan perusahaan. Apabila semua faktor antara dua perusahaan sama tetapi pembayaran dividennya berbeda, maka harga saham perusahaan yang membayar dividen secara stabil akan lebih tinggi daripada harga saham perusahaan yang membayar dividen tidak stabil.

a. Penilaian Stabilitas Dividen

Para investor mungkin mau membayar premi (lebih tinggi) untuk dividen yang stabil karena adanya kandungan informasi dari dividen, keinginan para investor untuk mendapatkan pendapatan sekarang, dan adanya pertimbangan hukum.

- 1) **Kandungan informasi**
Apabila laba perusahaan turun dan perusahaan tidak mengurangi dividennya, pasar akan lebih percaya terhadap saham perusahaan tersebut daripada saham perusahaan yang mengurangi dividennya. Dividen yang stabil dapat menyampaikan informasi atau pandangan manajemen bahwa di dalam jangka panjang perusahaan akan menjadi lebih baik pada saat laba turun. Jadi, manajemen mampu mempengaruhi harapan para investor melalui kandungan informasi dari dividen.
 - 2) **Keinginan pendapatan sekarang**
Faktor kedua ini akan mendukung dividen stabil. Para investor menghendaki pendapatan periode tertentu dengan dividen stabil daripada perusahaan yang dividennya tidak stabil, meskipun kedua perusahaan tersebut mempunyai pola yang sama dari pendapatan dan dividend payout ratio jangka panjang.
 - 3) **Pertimbangan hukum**
Faktor ketiga ini adalah tentang aturan hukum dari pemerintah untuk lembaga-lembaganya yang berinvestasi. Pemerintah hanya memperbolehkan lembaga-lembaganya untuk membeli saham perusahaan yang selalu membayar dividen secara stabil.
- b. **Dividen Reguler dan Dividen Ekstra**
Salah satu cara bagi perusahaan untuk menaikkan distribusinya kepada pemegang saham dalam periode-periode makmur adalah dengan mengumumkan dividen ekstra (tambahan) di samping dividen reguler (tetap). Dividen tambahan adalah pembayaran dividen yang diakibatkan adanya peristiwa-peristiwa khusus, seperti pendapatan perusahaan yang melebihi target. Sedangkan dividen reguler adalah dividen yang secara normal diharapkan akan dibayar oleh perusahaan. Pemberian dividen ekstra secara khusus cocok bagi perusahaan yang punya laba yang berubah-ubah. Penggunaan dividen ekstra memungkinkan perusahaan untuk memelihara dividen reguler yang stabil dan juga untuk mendistribusikan beberapa imbalan kemakmuran kepada para pemegang saham. Selain itu juga untuk membawa informasi positif kepada pasar bahwa perusahaan sekarang ini sedang berprestasi.
 - c. **Kebijakan stock dividen atau Kebijakan Dividen Saham dan Pemecahan Saham**
Dividen saham (stock dividend) dan pemecahan saham (stock split) seringkali digunakan untuk tujuan berbeda. Dalam pengertian ekonomi hanya terdapat perbedaan kecil di antara keduanya. Namun dalam pengertian akuntansi, kedua istilah di atas memiliki perbedaan besar. Prinsip-prinsip akuntansi memperlakukan distribusi saham yang lebih dari 25% dari saham yang beredar sebagai pemecahan saham, sedangkan distribusi yang lebih kecil dari jumlah itu dapat digolongkan sebagai dividen saham.
 - d. **Dividen Saham (Stock Dividend)**
Dividen saham merupakan pembayaran kepada para pemegang saham biasa berupa tambahan jumlah lembar saham. Hal ini dinyatakan dengan merubah catatan modal sendiri para pemegang saham pada neraca perusahaan. Dengan adanya dividen saham ini kepemilikan para pemegang saham di dalam perusahaan proporsinya tetap sama atau tidak berubah.
 - e. **Pemecahan Saham (Stock Split)**
Pemecahan saham adalah peningkatan jumlah saham beredar dengan mengurangi nilai nominal (nilai pari) saham tersebut.

Alternatif pemecahan saham maupun pembagian dividen saham biasanya dimaksudkan untuk mengurangi harga pasar per lembar saham tersebut. Tujuan yang prinsip adalah menempatkan saham tersebut di dalam perdagangan yang lebih menarik dan banyak pembeli. Perusahaan jarang sekali dapat memelihara dividen kas per lembar saham yang sama, antara sebelum dan sesudah pemecahan saham.

f. Nilai Dividen Saham dan Pemecahan Saham

Dividen saham dan pemecahan saham memiliki nilai yang berbeda dipandang dari pihak investor dan perusahaan serta bagi perdagangan saham itu sendiri.

Secara teoritis dividen saham atau pemecahan saham bukan sesuatu yang menyangkut nilai bagi para investor. Mereka menerima tambahan jumlah saham tetapi proporsi kepemilikan perusahaan tidak berubah. Harga pasar saham tersebut akan menurun secara proporsional sehingga total nilai saham yang dipegang tetap sama. Sebagai contoh, seorang investor mempunyai 100 lembar saham biasa dengan nilai Rp. 3.200,- per lembar atau nilai seluruhnya Rp. 320.000,-. Setelah perusahaan membagi dividen saham sebesar 5% maka harga saham per lembarnya akan turun menjadi Rp. $3.200 : 1,05 = \text{Rp. } 3.047,62,-$. Nilai total saham yang dipegang investor tetap yaitu Rp. $3.047,62 \times 105 \text{ lbr} = \text{Rp. } 320.000,-$. Dengan demikian, dividen saham tidak mempunyai nilai bagi investor tersebut.

Namun demikian, apabila investor akan menjual sebagian sahamnya dalam rangka mendapatkan kas, maka dividen saham atau pemecahan saham sangat membantu pelaksanaan tersebut. Meskipun tanpa adanya dividen saham dan pemecahan saham investor juga dapat menjual sahamnya, tetapi dividen saham atau pemecahan saham mempunyai pengaruh psikologi yang menguntungkan bagi para pemegang saham tersebut.

g. Pengaruh nilai dividen saham dan pemecahan saham terhadap dividen kas

Dividen saham atau pemecahan saham mungkin dibarengi dengan meningkatnya dividen kas. Sebagai contoh, suatu perusahaan membayar dividen kas tahunan sebesar Rp. 80,- per lembar. Perusahaan memberi dividen saham 10% dan dividen kas tetap dibayarkan. Jadi, seorang investor yang semula mempunyai 100 lembar saham dengan dividen Rp. 8.000,- maka sekarang ia mempunyai 110 lembar dengan dividen kas Rp. 8.800,-. Apakah peningkatan dividen kas mempunyai pengaruh positif pada kekayaan para pemegang saham? Hal itu tergantung pada imbalan (trade-off) antara dividen sekarang dengan laba yang ditahan.

Kadang-kadang dividen saham diberikan kepada pemegang saham dengan maksud untuk menghemat kas. Jika laba meningkat perusahaan tidak meningkatkan dividen kas namun perusahaan bahkan menahan laba dalam jumlah yang cukup besar dan memberikan dividen saham. Keputusan tersebut secara efektif sama dengan mengurangi DPR. Ketika terdapat kenaikan pendapatan dan dividen tetap sama, maka DPR akan turun. Keputusan untuk menahan laba dalam jumlah yang cukup besar, tentunya juga dapat dicapai tanpa dividen saham. Meskipun dividen saham mungkin cenderung untuk menyenangkan hati investor tertentu dengan kebaikan dari dampak psikologisnya, tetapi penggantian saham biasa untuk dividen kas melibatkan biaya administrasi yang cukup besar. Dividen saham lebih mahal biayanya daripada dividen kas. Hal ini merupakan kelemahan pembagian dividen saham.

- h. Pengaruh nilai dividen dan pemecahan saham terhadap perdagangan
Pemecahan saham dan dividen saham digunakan untuk menempatkan saham pada perdagangan yang lebih disukai dengan harga yang lebih rendah. Keadaan ini untuk menarik lebih banyak pembeli dan juga mempengaruhi bauran pemegang saham (mix stock holders). Sejalan dengan meningkatnya pemegang saham individu dan menurunnya pemegang saham kelembagaan akan berdampak perdagangan saham akan lebih banyak yang terlibat.
- i. Pengaruh nilai dividen dan pemecahan saham terhadap muatan informasi
Pemberian dividen saham dan pemecahan saham dapat menyampaikan informasi secara efektif kepada para investor daripada dengan pembicaraan yang serius. Manajemen dapat menggunakan dividen saham atau pemecahan saham untuk lebih meyakinkan tentang prospek perusahaan yang menguntungkan. Terdapat pengaruh positif yang signifikan pada harga saham yang disebabkan oleh dividen saham atau pemecahan saham. Pengaruh informasi tersebut bahwa sahamnya dinilai lebih rendah, padahal seharusnya lebih tinggi dengan adanya dividen dan pemecahan saham. Tetapi kita perlu hati-hati, karena biasanya dividen saham atau pemecahan saham diberikan sebelum pemberian dividen kas. Oleh karena itu pasar memandang bahwa dividen saham dan pemecahan saham merupakan indikator yang mengarahkan adanya pembagian dividen kas yang lebih besar dan peningkatan kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Jadi, bukan dividen saham dan pemecahan saham yang menyebabkan pengaruh positif terhadap saham, tetapi informasi positifnya yang menyampaikan suatu isyarat akan adanya peningkatan kinerja perusahaan.
- j. Kebalikan Pemecahan Saham (Reverse Stock Split)
Reverse stock split atau kebalikan pemecahan saham adalah pemecahan saham dimana jumlah saham beredar menurun. Kebalikan pemecahan saham ini merupakan “penggabungan” jumlah lembar saham. Misalnya emiten melakukan penggabungan saham 4 lembar menjadi 1 lembar dengan nilai nominal Rp. 1.000,-/lembar dengan jumlah saham beredar 400.000 lembar, artinya setiap 4 saham lama yang dimiliki pemegang saham akan ditukar dengan 1 lembar saham baru. Nilai nominal per lembar saham akan menjadi Rp. 4.000,- yaitu $(Rp. 1.000 \times 4)$ dan saham yang beredar sekarang menjadi 100.000 lembar yaitu $(400.000 \text{ lembar} : 4)$. Kebalikan pemecahan saham digunakan untuk meningkatkan harga pasar saham yang dianggap terlalu rendah. Seperti juga dividen saham dan pemecahan saham, kebalikan pemecahan saham memberi informasi atau isyarat kepada para investor. Biasanya isyarat negatif, misalnya perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan. Jadi perusahaan yang sehat akan berpikir dua kali sebelum melaksanakan kebalikan pemecahan saham.
- k. Pembelian Kembali Saham (Stock Repurchases)
Jika perusahaan memiliki kelebihan dana tetapi mempunyai sedikit kesempatan investasi, maka kelebihan dana tersebut dapat didistribusikan dengan membeli kembali saham perusahaan atau meningkatkan pembayaran dividen. Secara teoritis keduanya tidak berbeda dari kepentingan para pemegang saham jika tidak terdapat biaya transaksi maupun pajak pendapatan yang berasal dari penghasilan pribadi. Dengan pembelian kembali saham, maka saham yang beredar menjadi lebih sedikit sehingga EPS dan dividen per lembar saham segera meningkat. Sebagai hasilnya,

harga pasar per lembar saham akan naik juga.

Beberapa perusahaan membeli kembali sahamnya di dalam rangka untuk mengadakan persediaan saham. Rencana ini merupakan hadiah bagi para manajer yang dapat mencapai prestasi tertentu diberi kesempatan untuk membeli saham perusahaan dengan harga yang lebih rendah dari harga pasar. Dengan cara ini, jumlah saham yang beredar tidak meningkat. Alasan lain dari membeli kembali saham perusahaan adalah agar mempunyai persediaan saham untuk akuisisi dengan perusahaan lain. Pembelian saham perusahaan juga merupakan bagian dari keseluruhan kebijakan dividen perusahaan. Ada dua metode pembelian kembali saham yang sering digunakan yaitu penawaran tender sendiri (self tender offer) dan pembelian saham di pasar terbuka (open market purchases).

1) Self tender offer

Self tender offer adalah tawaran perusahaan untuk membeli kembali sahamnya pada harga tertentu (di atas harga pasar). Para pemegang saham dapat memilih, menjual sahamnya atau tetap memiliki saham tersebut. Biasanya periode penawarannya antara 2 sampai 3 minggu. Apabila para pemegang saham yang mau menjual sahamnya ternyata jumlahnya lebih besar dari jumlah yang dikehendaki perusahaan, maka perusahaan dapat memilih membeli semua atau sejumlah yang diinginkan. Biaya transaksi cara ini biasanya lebih tinggi dari biaya transaksi biasa di pasar terbuka.

2) Open market purchases

Perusahaan dapat melakukan pembelian saham kembali di pasar terbuka. Artinya perusahaan seperti investor lainnya membeli kembali saham di pasar terbuka melalui pialang. Biaya pialang dapat dinegosiasikan. Komisi bursa dan sekuritas mengeluarkan peraturan-peraturan tertentu bagi perusahaan yang ingin membeli kembali sahamnya. Untuk itu, perusahaan membutuhkan waktu yang lebih lama untuk dapat membeli sahamnya dalam jumlah yang besar. Oleh karena itu, penawaran tender sendiri (self tender offer) lebih cocok dilakukan jika perusahaan ingin memperoleh saham dalam jumlah besar.



BAB IV. UKURAN PERUSAHAAN

Pada dasarnya, ukuran perusahaan hanya terbagi atas tiga kategori, yaitu perusahaan besar (large firm), perusahaan menengah (medium size) dan perusahaan kecil (small firm). Ukuran perusahaan adalah suatu skala yang dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan menurut berbagai cara, antara lain : total aset, log size, nilai pasar saham, dan lain-lain (Suwito dan Herawaty dalam Isbanah 2015)

Ukuran perusahaan dinyatakan sebagai determinan dari struktur keuangan dalam hampir setiap studi dan untuk sejumlah alasan berbeda. Ukuran perusahaan dapat menentukan tingkat kemudahan perusahaan dalam memperoleh dana dari pasar modal dan menentukan kekuatan tawar-menawar (bargaining power) dalam kontrak keuangan. Perusahaan besar biasanya dapat memilih pendanaan dari berbagai bentuk hutang, termasuk penawaran spesial yang lebih menguntungkan dibandingkan dengan perusahaan kecil. Semakin besar jumlah uang yang terlibat, semakin memungkinkan membuat kontrak yang dapat dirancang sesuai dengan preferensi kedua pihak, sebagai ganti dari penggunaan kontrak standar hutang.

Ukuran perusahaan dijadikan patokan bahwa perusahaan tersebut memiliki kinerja yang bagus. Ukuran perusahaan yang besar dapat menjadi indikasi bahwa perusahaan mempunyai komitmen yang tinggi untuk terus memperbaiki kinerjanya, sehingga pasar akan mau membayar lebih mahal untuk mendapatkan sahamnya karena percaya akan mendapatkan pengembalian yang menguntungkan dari perusahaan tersebut (Nurmayasari, 2012).

Moh'd, Perry & Rimbey (2008) mengemukakan bahwa perusahaan yang berukuran besar akan lebih mudah mengakses pendanaan melalui pasar modal. Kemudahan ini merupakan informasi baik bagi pengambilan keputusan investasi dan juga dapat merefleksikan nilai perusahaan di masa mendatang. Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aset atau total penjualan bersih. Semakin besar total aset maupun penjualan, maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan.



BAB V. KINERJA PERUSAHAAN

1. Pengertian Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan perusahaan merupakan salah satu variabel yang penting, tidak saja bagi perusahaan tapi juga bagi investor. Kinerja menunjukkan kemampuan manajemen perusahaan dalam mengelola modalnya. Kinerja keuangan adalah suatu usaha formal yang dilaksanakan perusahaan untuk mengevaluasi efisiensi dan efektivitas dari aktivitas perusahaan yang telah dilaksanakan pada periode waktu tertentu.

Menurut Irham (2011:11), kinerja keuangan adalah suatu analisis yang dilakukan untuk melihat sejauh mana suatu perusahaan telah melaksanakan dengan menggunakan aturan-aturan pelaksanaan keuangan secara baik dan benar.

Sedangkan menurut Winarni dan Sugiarto (2007:111), kinerja keuangan diartikan sebagai prestasi yang dicapai perusahaan dalam suatu periode tertentu yang mencerminkan tingkat kesehatan perusahaan tersebut. Kinerja dapat dikatakan juga sebagai ukuran seberapa efisien dan efektif seorang manajer atau sebuah perusahaan, seberapa baik manajer atau organisasi itu mencapai tujuan yang memadai.

Penelitian yang dilakukan terkait dengan kinerja keuangan menurut Mulyadi (2011) adalah penentuan ukuran-ukuran tertentu yang dapat mengukur keberhasilan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba.

Berdasarkan pengertian di atas, dapat disimpulkan bahwa kinerja keuangan adalah usaha formal yang telah dilakukan oleh perusahaan yang dapat mengukur keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan laba, sehingga dapat melihat prospek, pertumbuhan, dan potensi perkembangan perusahaan dengan mengandalkan sumber daya yang ada. Suatu perusahaan dapat dikatakan berhasil apabila telah mencapai standard dan tujuan yang telah ditetapkan.

2. Pengukuran Kinerja Keuangan

Pengukuran kinerja merupakan salah satu faktor yang sangat penting bagi perusahaan, karena pengukuran tersebut dapat mempengaruhi perilaku pengambilan keputusan dalam perusahaan. Pengukuran kinerja keuangan perusahaan bergantung pada sudut pandang yang diambil dan tujuan analisis. Oleh sebab itu, manajemen perusahaan perlu menyesuaikan kondisi perusahaan dengan alat ukur penilaian kinerja serta tujuan dari pengukuran kinerja keuangan perusahaan itu sendiri. Menurut Munawir (2007 : 31) tujuan dari pengukuran kinerja keuangan perusahaan adalah:

- a. Mengetahui tingkat likuiditas, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan yang harus segera diselesaikan pada saat ditagih.
- b. Mengetahui tingkat solvabilitas, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya apabila perusahaan tersebut dilikuidasi, baik keuangan jangka pendek maupun jangka panjang.
- c. Mengetahui tingkat profitabilitas atau rentabilitas, yaitu kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu dengan menggunakan aktiva atau modal secara produktif.
- d. Mengetahui tingkat stabilitas, yaitu kemampuan perusahaan dalam menjalankan dan mempertahankan usahanya agar tetap stabil, hal tersebut diukur dari kemampuan perusahaan membayar pokok hutang dan beban bunga tepat pada waktunya.

Salah satu tujuan terpenting dalam pengukuran kinerja selain yang disebutkan di atas adalah untuk menilai apakah tujuan yang ditetapkan perusahaan telah tercapai, sehingga kepentingan investor, kreditor dan pemegang saham dapat terpenuhi. Untuk itu, analisis laporan keuangan umumnya dilakukan sebagai pengukur kinerja keuangan perusahaan.

3. Laporan Keuangan

Laporan keuangan dibuat dengan maksud untuk memberikan gambaran atau laporan kemajuan suatu perusahaan yang secara periodik dilakukan pihak manajemen perusahaan yang bersangkutan. Dengan kata lain laporan keuangan bertujuan untuk menyediakan informasi yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi. Berikut ini pengertian laporan keuangan dari beberapa ahli dan pakar akuntansi: Menurut Harahap (2008 : 201) mengemukakan bahwa “Laporan Keuangan merupakan output dan hasil dari proses akuntansi yang menjadi bahan informasi bagi para pemakainya sebagai salah satu bahan dalam proses pengambilan keputusan.”Sementara itu, Kieso,

Weygandt dan Warfield (2007 : 2) memberikan definisi sebagai berikut: “Financial statements are the principal means through which a company communicate its financial information to those outside it. These statements provide a company’s history quantified in money terms”. Dari beberapa pengertian di atas dapat diambil kesimpulan bahwa laporan keuangan merupakan informasi keuangan yang menggambarkan posisi atau keadaan keuangan perusahaan pada periode tertentu yang berguna bagi para pemakainya dalam hal pengambilan keputusan.

4. Tujuan Laporan Keuangan

Tujuan laporan keuangan menurut Kieso, Weygandt dan Warfield (2007), antara lain:

- a. Menyediakan informasi yang berguna bagi investor, kreditor dan pengguna potensial lainnya dalam membantu proses pengambilan keputusan yang rasional atas investasi, kredit, dan keputusan lain yang sejenis.
- b. Menyediakan informasi yang berguna bagi investor, kreditor, dan pengguna potensial lainnya yang membantu menilai jumlah, waktu, dan ketidakpastian proses penerimaan kas dari dividen atau bunga dan pendapatan dari penjualan, penebusan, atau jatuh tempo sekuritas, dan pinjaman. Menaksir aliran kas masuk (future cash flow) pada perusahaan.
- c. Memberikan informasi tentang sumber daya ekonomi, klaim atas sumber daya tersebut dan perubahannya.

5. Pengguna Laporan Keuangan

Kieso, Weygandt dan Kimmel (2007) mengklasifikasikan pengguna laporan keuangan sebagai berikut:

1. Pihak Internal, yaitu pihak-pihak di dalam perusahaan yang merencanakan, mengorganisasikan dan mengarahkan bisnis, antara lain:
 - Manajemen, yang menggunakan informasi dalam laporan keuangan untuk mengetahui perkembangan bisnis perusahaan dan merencanakan bisnis untuk masa yang akan datang.
 - Karyawan, yang menggunakan informasi dalam laporan keuangan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memberikan balas jasa, dana pensiun dan kesempatan kerja.
2. Pihak Eksternal, yaitu pihak-pihak di luar perusahaan, antara lain:
 - Investor, menggunakan informasi dalam laporan keuangan untuk membuat keputusan investasi dalam hal membeli, menahan, atau menjual saham suatu perusahaan dengan membandingkan resiko dan keuntungan yang akan diperoleh.
 - Kreditor, pemasok dan bank, menggunakan laporan keuangan untuk melihat resiko dari pengembalian kredit yang diberikan pada perusahaan.
 - Lembaga perpajakan, menggunakan laporan keuangan untuk menentukan besar pajak yang harus dibayar perusahaan dan kepatuhan terhadap peraturan perpajakan dilihat dari laba yang diperoleh perusahaan.

- Pemerintah, dalam hal ini laporan keuangan membantu pemerintah mengetahui ketaatan perusahaan terhadap peraturan yang berlaku selama menjalankan proses bisnis perusahaan.
- Konsumen, memiliki kepentingan berkenaan dengan informasi yang menyangkut kelangsungan usaha perusahaan dalam jangka waktu yang lama.
- Serikat pekerja, berkepentingan untuk melihat pemberian upah atau gaji serta cadangan dana pensiun oleh perusahaan dalam menjamin kesejahteraan karyawan
- Economic Planner, menggunakan informasi laporan keuangan untuk memprediksi aktivitas ekonomi di masa mendatang.



BAB VI. NILAI PERUSAHAAN

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Salvatore dalam Hermuningsih (2012), tujuan utama perusahaan menurut theory of the firm adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (value of the firm). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Menurut Sudarman (2010) mengungkapkan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai kini dari pendapatan mendatang, nilai pasar kapital yang tergantung pada kemampuan menghasilkan arus kas serta karakteristik operasional dan keuangan dari perusahaan yang diambil alih. Sedangkan menurut Fahmi (2014:190), nilai perusahaan diperoleh dari hasil kualitas kinerja suatu perusahaan khususnya kinerja keuangan (financial performance), tentunya tidak bisa dikesampingkan

dengan adanya dukungan dari kinerja non keuangan juga, sebagai sebuah sinergi yang saling mendukung pembentukan nilai perusahaan (corporate value). Sedangkan menurut Keown (2011) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham.

Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Nilai perusahaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar, seperti halnya penelitian yang pernah dilakukan oleh Nurlela dan Islahuddin (2008), karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham. Untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional. Para profesional diposisikan sebagai manajer ataupun komisaris.

Nurlela dan Islahuddin (2008) menjelaskan bahwa enterprise value (EV) atau dikenal juga sebagai firm value (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Sedangkan Wahyudi (2006) dalam Nurlela dan Islahuddin (2008) menyebutkan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli andai perusahaan tersebut dijual. Dalam penilaian perusahaan terkandung unsur proyeksi, asuransi, perkiraan, dan judgment. Ada beberapa konsep dasar penilaian yaitu : nilai ditentukan untuk suatu waktu atau periode tertentu; nilai harus ditentukan pada harga yang wajar; penilaian tidak dipengaruhi oleh kelompok pembeli tertentu.

Secara umum banyak metode dan teknik yang telah dikembangkan dalam penilaian perusahaan, diantaranya adalah: a) pendekatan laba antara lain metode rasio tingkat laba atau price earning ratio, metode kapitalisasi proyeksi laba; b) pendekatan arus kas antara lain metode diskonto arus kas; c) pendekatan dividen antara lain metode pertumbuhan dividen; d) pendekatan aktiva antara lain metode penilaian aktiva; e) pendekatan harga saham; f) pendekatan economic value added (Brigham dan Houston, 2009). Pada dasarnya tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Akan tetapi dibalik tujuan tersebut masih terdapat konflik antara pemilik perusahaan dengan penyedia dana sebagai kreditur. Jika perusahaan berjalan lancar, maka nilai saham perusahaan akan meningkat, sedangkan nilai hutang perusahaan dalam bentuk obligasi tidak terpengaruh sama sekali. Jadi dapat disimpulkan bahwa nilai dari saham kepemilikan bisa merupakan index yang tepat untuk mengukur tingkat efektifitas perusahaan.

Berdasarkan alasan itulah, maka tujuan manajemen keuangan dinyatakan dalam bentuk maksimalisasi nilai saham kepemilikan perusahaan, atau memaksimalisasikan harga saham. Tujuan memaksimalkan harga saham tidak berarti bahwa para manajer harus berupaya mencari kenaikan nilai saham dengan mengorbankan para pemegang obligasi. Nilai perusahaan dapat juga dilihat melalui nilai pasar atau nilai buku perusahaan dari ekuitasnya.

Menurut Fama dalam Triwulan dan Wahidahwati (2012) dan Wahyudi (2006) nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat terjadi transaksi disebut nilai pasar

perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai aset perusahaan sesungguhnya. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Sebelum krisis nilai perusahaan dan nominalnya cukup tinggi. Tapi setelah krisis kondisi perusahaan merosot sementara nilai nominalnya tetap (Kompas, 2 November 2008). Suatu perusahaan dikatakan mempunyai nilai yang baik jika kinerja perusahaan juga baik. Nilai perusahaan dapat tercermin dari harga sahamnya. Jika nilai sahamnya tinggi bisa dikatakan nilai perusahaannya juga baik. Karena tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham.

Rasio-rasio keuangan digunakan investor untuk mengetahui nilai pasar perusahaan. Rasio tersebut dapat memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan dimasa lampau dan prospeknya di masa depan. Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan, salah satunya Tobin's Q. Rasio ini dinilai bisa memberikan informasi paling baik, karena dalam Tobin's Q memasukkan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh asset perusahaan. Dengan memasukkan seluruh asset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investor saja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga untuk kreditur karena sumber pembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitasnya saja tetapi juga dari pinjaman yang diberikan oleh kreditur (Sukamulja, 2016).

Jadi semakin besar nilai Tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar asset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku asset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut (Sukamulja, 2016).

Tulisan tentang dampak keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan diawali oleh Modigliani & Miller (1958, 1963) dilanjutkan Fama tahun 1978. Modigliani & Miller (1958) dengan asumsi pasar sempurna mengatakan bahwa keputusan pendanaan apapun dan pada bauran pendanaan berapapun tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Namun pada tahun 1963, Modigliani & Miller melonggarkan asumsi yang digunakan sebagai kerangka dasar teori pemikirannya, dengan menambahkan unsur pajak dalam teori struktur modal. Kesimpulan yang dihasilkan adalah keputusan pendanaan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Hal tersebut disebabkan karena bunga yang dibayarkan bisa digunakan untuk mengurangi penghasilan kena pajak (tax deductible). Dengan kata lain, perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan (income tax) yang lebih kecil dari pada perusahaan yang tidak memiliki hutang. Karena penghematan pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka nilai perusahaan yang memiliki hutang lebih besar dari pada perusahaan tanpa hutang. Hutang dan biaya kebangkrutan pada struktur modal optimal menjadikan biaya modal minimum sehingga nilai perusahaan maksimum. Dan apabila pasar berfungsi dengan baik maka nilai perusahaan akan tercermin pada harga saham perusahaan.

Berbeda dengan Modigliani & Miller, yang hanya melihat dampak keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan dan mengabaikan keputusan investasi Fama (1978) mencoba menjelaskan dampak keputusan investasi dan keputusan pendanaan terhadap kemakmuran pemegang sekuritas perusahaan (stockholders dan bondholders). Peningkatan kemakmuran security holders dapat diperoleh melalui keputusan investasi yang memberikan net present value (NPV) positif. Karena dengan keputusan pendanaan saja akan terjadi pengalihan kemakmuran/kesejahteraan dari bondholders kepada stockholders dan pengalihan risiko dari stockholders kepada bondholders. Dengan demikian, untuk meningkatkan nilai perusahaan manajemen harus melakukan keputusan pendanaan dan keputusan investasi yang tepat.

Penelitian yang dilakukan oleh Wright & Ferris (1997) di Afrika Selatan mengenai dampak pengumuman keputusan Investasi (divestment) terhadap nilai perusahaan (corporate value), menggunakan sampel sebanyak 116 perusahaan selama 1 Januari 1980 sampai 31 Desember 1990. Menyimpulkan pengumuman investasi yang dilakukan melalui divestment berdampak terhadap perilaku penghasilan saham (proksi dari nilai perusahaan) perusahaan publik. Lebih lanjut ditegaskan bahwa pengumuman divestment di Afrika Selatan telah memberikan return saham negatif dan signifikan.

Pada tahun 1998, Fama&French meneliti tentang hubungan dividen dan hutang dengan nilai perusahaan secara parsial di Amerika Serikat. Pengujian dilakukan dengan menggunakan cross-sectional regression model selama tahun 1965 sampai 1992. Kesimpulan yang dihasilkan dari penelitian tersebut adalah dividen dan hutang memiliki informasi tentang profitability (expected net cash flow). Selain itu diperoleh kesimpulan bahwa investasi memiliki informasi positif tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Dengan memasukkan variabel kontrol earnings, dividen, investasi, dan R & D ditemukan adanya hubungan negatif antara hutang dan nilai perusahaan.

Penelitian di Jepang oleh Park&Evan (2004) selama tahun 1985 sampai dengan 1996, menemukan kesimpulan yang berbeda dengan Fama&French (1998) pada perusahaan-perusahaan di Amerika. Kesimpulan yang dihasilkan adalah leverage perusahaan di Jepang memiliki hubungan positif dengan nilai perusahaan. Sedangkan dividen memiliki hubungan negatif dengan nilai perusahaan. Perbedaan tersebut mungkin disebabkan kerangka dasar yang digunakan Parck&Evan didasarkan pada konsep free cash flow, dimana nilai perusahaan dikembangkan dengan menggunakan tiga ukuran yang berbeda atas tingkat pertumbuhan perusahaan, yaitu tingkat pertumbuhan, spread tingkat pertumbuhan atas market return, dan tingkat pertumbuhan market value perusahaan atas nilai buku perusahaan. Sedangkan Fama&French menggunakan proksi selisih antara total market value of a firm dan book value of asset dibagi dengan total market value of a firm. Variabel keputusan pendanaan (struktur modal) dan dividen dikembangkan dengan menggunakan proksi yang sama yaitu ratio of interest expenses to total book value of assets untuk keputusan pendanaan, dan ratio of dividend to total book value of assets untuk keputusan dividen.

Penelitian-penelitian yang dilakukan oleh Fama&French (1998) dan Park&Evan (2004) memberikan hasil yang konsisten dengan pendapat Modigliani&Miller (1963) tentang tax benefit hypothesis dalam teori struktur modal relevan. Di lain pihak, perubahan nilai perusahaan yang terjadi lebih disebabkan karena kandungan informasi dari setiap keputusan, yang ditangkap oleh pihak luar sebagai suatu sinyal positif atau negatif tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Masih mengacu pada pendapat Modigliani & Miller (1958 dan 1963), Peterson & Benesh (1983) melakukan studi empiris tentang hubungan antara keputusan investasi dan keputusan pendanaan perusahaan di Amerika Serikat. Penelitian dilakukan dengan menggunakan sampel sebanyak 534 perusahaan selama 5 tahun, dari tahun 1975 sampai dengan 1979 dan menggunakan model persamaan simultan. Variabel keputusan investasi diproksi melalui $\text{capital expenditure/sales}$, Keputusan pendanaan diproksi melalui $\text{net new debt/ sales}$, dan variabel dividen diproksi dengan menggunakan dividend/sales . Ketiga variabel tersebut digunakan sebagai variabel endogen yang dipengaruhi oleh variabel eksogen lain dan dua dari ketiga variabel endogen tersebut. Penelitian mereka menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap keputusan investasi. Selain itu juga diperoleh suatu kesimpulan yang menyatakan bahwa antara investasi dan dividen memiliki hubungan yang positif dan signifikan, demikian juga antara investasi dan pendanaan. Sedangkan dividen dengan pendanaan memiliki hubungan yang negatif.

Sementara itu Smith & Watts (1992) menginvestigasi hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan kebijakan perusahaan, yaitu keputusan investasi, pendanaan, dividen, dan kompensasi. Set peluang investasi digunakan sebagai proksi keputusan investasi, karena keputusan investasi tidak dapat diamati langsung oleh pihak luar. Observasi dilakukan dengan menggunakan data cross-section dan time-series tahun 1965 sampai dengan 1985 dari 16 industri yang tidak termasuk asuransi dan perbankan. Keputusan pendanaan dijadikan sebagai variabel endogen yang diproksi melalui $\text{equity to value ratio}$, demikian juga kebijakan dividen dijadikan variabel endogen dengan menggunakan proksi dividend yield atau $\text{dividend to price ratio}$. $\text{Investment opportunity set}$ yang merupakan proksi keputusan investasi digunakan sebagai variabel eksogen dengan menggunakan beberapa indikator, yaitu $\text{ratio book value of assets to firm value}$, $\text{depreciation to firm value ratio}$, $\text{earning to price ratio}$, $\text{R\&D expense to firm value ratio}$, $\text{capital expenditure to firm value ratio}$, dan $\text{variance of total return}$. Kesimpulan yang dihasilkan dari penelitian tersebut adalah adanya hubungan diantara kebijakan perusahaan yaitu pendanaan, dividen, kebijakan kompensasi yang dipilih.

Penelitian yang sama dilakukan oleh Gaver&Gaver (1993) penelitiannya menggunakan sampel sebanyak 237 *growth firms* dan 237 *non growth firms*. Perbedaan dengan studi yang dilakukan oleh Smith&Watts (1992) adalah pada penggunaan indikator IOS. Gaver&Gaver melakukan pengukuran komposit variabel $\text{investment opportunity set}$ untuk mengurangi kesalahan klasifikasi pada variabel tersebut. Mereka menggunakan $\text{common factor analysis}$ untuk membentuk $\text{index investment opportunities}$ bagi setiap perusahaan. Indeks ini dibentuk melalui enam variabel, yaitu $\text{ratio of the market value of the firm to the book value of assets}$, $\text{ratio of market value of equity to book value of equity}$, $\text{ratio of R \& D expenditures to the book value of assets}$, $\text{earning price ratio}$, $\text{variance total return of the firm}$, dan $\text{frequency that the firm is included in the holdings of growth oriented mutual funds}$. Indeks yang dihasilkan diranking dari yang tertinggi ke terendah. 237 perusahaan dengan ranking tertinggi dijadikan sampel *growth firms* dan sisanya 237 dengan ranking rendah dijadikan sampel *non growth firms*. Jadi *growth* perusahaan dijadikan sebagai proksi IOS yang merupakan proksi keputusan investasi. Kebijakan pendanaan diproksi dengan menggunakan $\text{book debt to equity ratio}$, $\text{market debt equity ratio}$. Sedangkan kebijakan dividen diproksi dengan $\text{dividend payout ratio}$ dan dividend yield . Penelitian tersebut

menghasilkan kesimpulan bahwa kebijakan dividen (yang diproksi dengan dividend yield) memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan pertumbuhan perusahaan. Artinya, perusahaan akan membayar dividen yang rendah pada growth firms dibandingkan dengan non growth firms. Kesimpulan lain adalah perusahaan memiliki tingkat hutang yang rendah pada growth firms dibandingkan dengan non growth firms.

Di Jepang, Jo et al (1994) menguji hubungan keputusan pendanaan dan investment opportunity set. Penelitian menggunakan sampel 1.044 perusahaan untuk periode tahun 1986 sampai 1990. Berbeda dengan penelitian sebelumnya proksi keputusan pendanaan ditambah dengan booklong term debt equity dan market long term debt equity. Kesimpulan yang dihasilkan bahwa keputusan pendanaan memiliki hubungan positif dengan proksi IOS sebagai proksi dari keputusan investasi.

Kallapur & Trombley (1999, 2001) melakukan studi empiris tentang hubungan investment opportunity set dengan realized growth di Amerika Serikat. Penelitian tersebut menggunakan data 14 annual sample dari tahun 1978 sampai tahun 1991. Mereka mengelompokkan proksi IOS menjadi tiga bagian yaitu, priced based proxies, investment based proxies, dan variance measures. Price based diukur dengan lima proksi, yaitu market value of equity plus book value of debt, ratio of book to market value of assets, ratio of book to market value of equity, ratio of book value of PPE to firm value, dan Tobin-q (ratio of replacement value of assets to market value). Investment based diukur dengan lima proksi, yaitu ratio of R&D expense to firm value, ratio of R&D expense to total asset, ratio of R&D expense to sales, ratio capital additions to firm value, dan ratio of capital additions to asset book value. Dan variance measures diproksi dengan dua proksi, yaitu variance of total return dan market model beta. Keputusan pendanaan diukur dengan melalui tiga proksi, yaitu book debt to equity ratio, book debt to asset ratio, dan market debt to equity ratio. Kebijakan dividen diproksi dengan menggunakan dividend payout ratio dan dividend yield. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa book to market value of assets and equity, Tobins-q, ratio of fixed assets, dan depreciation expense to market value memiliki korelasi negatif dengan realized growth. Sedangkan ratio of capital expenditures to assets sebagai ukuran aktivitas investasi memiliki korelasi yang positif dengan realized growth. Mereka juga menemukan bahwa kebijakan dividen mampu mengungkapkan informasi tambahan tentang prospek pertumbuhan perusahaan.

Penelitian Al Najjar & Balkaoui (2001) meneliti tentang validasi model peluang pertumbuhan (growth opportunity) yang diukur dengan investment opportunity set pada 323 perusahaan manufaktur dan jasa di Amerika Serikat selama tahun 1987 sampai 1993. Mereka menggunakan data akuntansi untuk mengukur setiap variabel penelitian dengan menggunakan modal regresi berganda untuk menjawab hipotesis dan hubungan antar variabel. IOS digunakan sebagai variabel terikat/endogen yang dipengaruhi oleh beberapa variabel bebas/eksogen seperti reputasi perusahaan, leverage, profitability, total assets. IOS sebagai variabel laten diukur dengan tiga indikator yaitu market to book assets, market to book entity, dan earning/price ratio. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa ketiga indikator mampu menjelaskan variabel IOS dengan baik. Selain itu ditemukan bahwa IOS memiliki hubungan yang negatif dengan leverage.

Penelitian serupa telah dilakukan di Indonesia oleh Kaaro (2001b). Penelitian dilakukan dalam rangka menyelidiki secara empiris keterkaitan antara keputusan pendanaan dan

keputusan investasi dengan menggunakan model regresi tehnik white. Penelitian dilakukan dengan menggunakan data empat tahun, yaitu 1996 sampai dengan 1999 dengan sampel sebanyak 83 perusahaan. Keputusan pendanaan dijadikan variabel dependen dan diproksi dengan ratio of interest bearing debt to total assets. Sedangkan keputusan pendanaan sebagai variabel independen diproksi dengan ratio of earning pershare to closing price. Selain kedua variabel tersebut, juga digunakan beberapa variabel kontrol, yaitu total assets growth, sales growth, dividend yield, return on assets (ROA), current ratio, assets size dan sales size. Kesimpulan yang dihasilkan dari penelitian tersebut adalah keputusan investasi memiliki pengaruh positif terhadap keputusan pendanaan pada kondisi yang tidak pasti. Di lain pihak, variabel kontrol memiliki pengaruh yang tidak konsisten terhadap keputusan pendanaan.

Kaaro (2002a) melakukan penelitian yang berbeda dengan sebelumnya. Penelitian dilakukan dalam upaya melihat relevansi keputusan pendanaan dalam konteks balancing theory. Penelitian dilakukan dengan menggunakan data tujuh tahun, yaitu tahun 1990 sampai tahun 1996, dengan sampel sebanyak 9 perusahaan tekstil yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Model regresi white digunakan untuk melihat pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Harga saham digunakan sebagai proksi nilai perusahaan yang diukur melalui harga penutupan akhir tahun selama periode penelitian. Sedangkan keputusan pendanaan sebagai variabel independen di proksi melalui debt to equity ratio. Selain itu digunakan juga variabel kontrol yaitu capital intensity sebagai proksi dari investment opportunity set, return on equity (ROE) sebagai proksi accounting return, dan current ratio sebagai proksi risiko kebangkrutan. Kesimpulan yang dihasilkan adalah keputusan pendanaan memiliki hubungan tidak linier dengan nilai perusahaan. Artinya, keputusan pendanaan tidak selalu dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara positif, pada titik tertentu keputusan pendanaan akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Selain itu ditemukan kesimpulan capital intensiveness yang diproksi melalui IOS (keputusan investasi) mempengaruhi harga saham (nilai perusahaan).

Kaaro (2002b) mengembangkan penelitian sebelumnya. Penelitian dilakukan untuk melihat dampak keputusan investasi, dan kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan. Periode penelitian dilakukan selama tiga tahun dari tahun 1996 sampai dengan 1999 dengan 83 perusahaan public sebagai sampel penelitian. Penelitian menggunakan analisis regresi tahunan dengan tehnik newey-west HAC standard error & covariance. Keputusan pendanaan sebagai variabel dependen yang diproksi dengan menggunakan ratio of interest bearing debt to total assets. Keputusan investasi sebagai variabel independen, dengan menggunakan dua pendekatan pengukuran, yaitu investasi aktual yang diproksi total assets growth dan sales growth; peluang investasi yang diproksi dengan ratio of earning pershare to closing stock price dan ratio of total capital to sales. Kebijakan dividen digunakan sebagai variabel independen diproksi melalui dividend yield dan dummy dividend yield. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peluang investasi (keputusan investasi) secara konsisten mempengaruhi keputusan pendanaan. Dan kebijakan dividen secara konsisten berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan pendanaan. Lebih lanjut dikatakan, dalam kondisi yang tidak berisiko perusahaan cenderung menggunakan hutang lebih banyak untuk mendanai investasi perusahaan. Sedangkan pada kondisi yang berisiko perusahaan cenderung menggunakan hutang lebih sedikit untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan.

Bunkanwanicha, et al. (2003) melakukan penelitian dengan judul “Debt and Entrenchment : Evidence From Thailand and Indonesia”. Penelitian ini untuk menguji hubungan antara hutang khususnya perilaku financing perusahaan dengan corporate governance pada perusahaan-perusahaan yang go public di Thailand dan Indonesia. Adapun variabel yang digunakan dalam analisis ini adalah debt ratio, corporate governance, size, tangibility, growth, profitability dan performance. Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi. Pada penelitian ini juga dibandingkan kondisi struktur modal sebelum dan krisis. Hasil yang diperoleh dalam analisis ini menunjukkan pada masa sebelum krisis, variabel yang berhubungan secara signifikan dengan struktur modal adalah Corporate governance, size, tangibility, growth, dan profitability untuk perusahaan Thailand sedangkan perusahaan di Indonesia hanya variabel Corporate governance, size, growth, dan profitability yang berhubungan secara signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan pada saat krisis, struktur modal pada perusahaan di Thailand hanya berhubungan dengan corporate governance dan profitability, sementara untuk perusahaan Indonesia berhubungan dengan corporate governance, size, tangibility dan profitability. Di sini juga ditemui perusahaan yang lemah dalam corporate governance cenderung mempunyai tingkat hutang yang tinggi, hal ini lebih tinggi lagi pada saat krisis.

Sugihen (2003) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva dan Kinerja Keuangan Perusahaan serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka di Indonesia”. Penelitian ini ingin menguji pengaruh dari variabel struktur modal, aktivitas investasi, aktivitas operasi, produktivitas aktiva terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Variabel struktur modal terdiri dari variabel equity to asset ratio dan debt to asset ratio. Variabel aktivitas investasi terdiri dari account receivable turnover, inventory turnover dan fixed asset turnover. Sementara variabel aktivitas operasi terdiri dari gross profit margin, operating profit margin dan net profit margin. Variabel produktivitas aktiva digambarkan dengan sales to asset ratio. Variabel kinerja keuangan tergambar dari return on asset dan basic earning power. Sedangkan nilai perusahaan digambarkan dengan market value of equity dan market to book asset ratio.

Indahwati (2004) melakukan penelitian dengan judul “Analisis Pengaruh Leverage dan Kebijakan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan-Perusahaan Go-Public di Pasar Modal Indonesia Selama Masa Krisis 1998-2001”. Penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta ini ingin menguji teori struktur modal dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Variabel leverage terbentuk dari Long Term Debt Ratio, Debt Ratio dan Equity Ratio. Variabel kebijakan struktur modal dibentuk oleh variabel non debt tax shield, financial flexibility (terdiri dari cash, bank dan marketable securities, unused Risk-free debt capacity), asymmetric information, efficiency (terdiri dari total assets turnover & profitability), growth opportunities (terdiri dari biaya iklan, biaya riset dan pengembangan, retention ratio), dividend payout ratio dan business risk. Variabel kinerja keuangan terbentuk dari variabel return on equity, return on investment dan profit margin. Sementara itu variabel nilai perusahaan terbentuk atas market book ratio, price earning ratio dan stock price. Model yang digunakan adalah Structural Equation Model (SEM). Adapun hasilnya sebagai berikut :

- Variabel leverage perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan struktur modal. Ini berarti pilihan dalam kebijakan pendanaan adalah dana internal terlebih dahulu, kemudian hutang dan terakhir baru menerbitkan saham baru.
- Variabel leverage perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa dalam kondisi krisis terjadi ketidak-seimbangan antara penggunaan hutang dan ekuitas dalam struktur modal yang akan menurunkan kinerja keuangan perusahaan.
- Variabel leverage tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian bisa dikatakan bahwa pada kondisi krisis terjadi ketidak-seimbangan antara penggunaan hutang dan penggunaan ekuitas dalam struktur modal yang akan menurunkan nilai perusahaan.
- Variabel kebijakan struktur modal perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti pilihan hutang (hutang jangka pendek) dalam kondisi krisis dan pilihan ekuitas dalam kondisi normal adalah pilihan terbaik yang diambil untuk meningkatkan nilai perusahaan.
- Variabel kinerja keuangan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa dalam kondisi krisis, nilai perusahaan atau harga saham tidak ditentukan oleh kondisi kinerja keuangan perusahaan.

Chandra (2006) melakukan penelitian dengan judul “ Pengaruh Environment Risk, Corporate Strategy dan Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta”. Penelitian ini untuk menguji pengaruh Environment Risk, Corporate Strategy dan Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan. Variabel Environment risk terdiri dari financial risk, business risk dan market risk. Variabel corporate strategy terdiri dari sales growth, assets growth dan growth potential. Variabel struktur modal terdiri dari debt to equity ratio, debt to assets ratio dan equity to assets ratio. Variabel produktivitas aktiva terdiri dari total sales to total assets ratio. Variabel Kinerja keuangan terdiri dari return on assets dan basic power earning. Dan variabel nilai perusahaan terdiri dari price to book value. Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah SEM. Hasil penelitiannya adalah sebagai berikut :

- Investor berharap perusahaan main board menganut free cash flow dan perusahaan development board diharapkan lebih konservatif menganut pecking order theory.
- Secara umum peningkatan nilai perusahaan dipengaruhi oleh peningkatan corporate strategy dan penurunan struktur modal, namun peningkatan nilai perusahaan akan lebih tinggi jika dibarengi dengan peningkatan produktivitas aktiva.
- Kreditur tidak mempertimbangkan risiko keuangan perusahaan dalam pemberian pinjaman yang akan berimplikasi pada peningkatan kredit macet.
- Investor tidak percaya pada laporan kinerja keuangan perusahaan.
- Strategic management bisa membantu menjelaskan fenomena struktur modal dengan adanya pengaruh yang signifikan dari corporate strategy terhadap struktur modal maupun nilai perusahaan.

Hasnawati (2006) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta”. Penelitian ini ditujukan untuk mengetahui pengaruh keputusan keuangan (yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen) terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan Structural Equation Model (SEM). Model ini diharapkan menghasilkan suatu analisis yang lebih komprehensif tentang dampak keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan, maupun pengaruh satu keputusan keuangan terhadap keputusan keuangan lainnya baik secara langsung maupun tak langsung. Selain itu ingin mengetahui keputusan keuangan apakah yang dominan mempengaruhi nilai perusahaan public di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2001. Dengan menggunakan populasi target sebanyak 259 perusahaan public di Bursa Efek Jakarta diperoleh kesimpulan penelitian sebagai berikut:

- Keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan masing-masing sebesar 12,25%, 16,00%, 23,04%.
- Secara tak langsung keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan pendanaan sebesar 0,51%, melalui keputusan pendanaan sebesar 2,56%, dan melalui kebijakan dividen sebesar 5,99%.
- Selanjutnya secara tidak langsung, keputusan investasi mempengaruhi keputusan pendanaan melalui kebijakan dividen sebesar 3%, kebijakan dividen mempengaruhi nilai melalui keputusan pendanaan sebesar 2%. Secara bersama-sama keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan sebesar 78%. Dari ketiga keputusan tersebut, kebijakan dividen lebih dominan mempengaruhi nilai perusahaan.
- Penelitian ini juga menghasilkan kesimpulan bahwa setiap keputusan keuangan berpengaruh positif baik secara langsung maupun tak langsung terhadap keputusan keuangan lainnya.

Nidar (2008) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Struktur Kepemilikan, Pertumbuhan Perusahaan, Volatilitas Pendapatan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen, Struktur Modal, dan Kinerja Emiten Terbaik. Penelitian dilakukan terhadap 37 emiten yang masuk dalam 100 Emiten Terbaik dalam hal kinerja keuangan versi Majalah Investor. Penelitian ini adalah penelitian survey terhadap 37 emiten yang dipilih berdasarkan teknik purposive sampling. Disertasi ini menganalisis hubungan dan pengaruh struktur kepemilikan, karakteristik keuangan terhadap kinerja, kebijakan dividen dan struktur modal. Penelitian menganalisis hubungan struktur modal dan kebijakan dividen dengan menggunakan two-stages least squares (TSLS). Terdapat 6 variabel eksogenus yaitu kepemilikan manajerial, penyebaran kepemilikan, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, volatilitas pendapatan dan ukuran perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan :

- Pertama, semua variabel eksogenus berpengaruh signifikan terhadap variabel endogenus, kecuali pertumbuhan.
- Kedua, kinerja perusahaan secara simultan dan parsial dipengaruhi oleh struktur modal, kebijakan dividen, dan volatilitas pendapatan.

Fachrudin (2011) melakukan penelitian dengan judul “Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan dan Agency Cost terhadap Kinerja Perusahaan”. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap agency cost, pengaruh struktur modal, ukuran perusahaan dan agency cost terhadap kinerja perusahaan, serta pengaruh tidak langsung struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan melalui agency cost sebagai intervening variable. Variabel Struktur modal diproksi dengan debt to equity ratio (DER), variabel ukuran perusahaan diproksi dengan logaritma natural dari jumlah aset (\ln total aset), variabel agency cost diproksi dengan rasio discretionary expense terhadap penjualan bersih dan variabel kinerja keuangan diproksi dengan return on equity (ROE). Model analisis yang digunakan adalah analisis jalur. Hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Terdapat pengaruh signifikan positif struktur modal terhadap agency cost dan pengaruh signifikan negatif ukuran perusahaan terhadap agency cost.
- Tidak terdapat pengaruh signifikan struktur modal, ukuran perusahaan dan agency cost terhadap kinerja perusahaan.
- Tidak terdapat pengaruh tidak langsung struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan melalui agency cost sebagai intervening variable.

Selanjutnya Triwulan & Wahidahwati (2012) melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh corporate governance dan keputusan keuangan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Analisis data menggunakan analisis jalur dengan variabel intervening kebijakan dividen dan pengambilan sampel dilakukan secara purposive sampling dengan populasi seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2012 dengan kriteria sampel adalah jumlah perusahaan yang tercatat di BEI sampai tahun 2012 dan perusahaan yang membagikan dividen, dan dividen yang diumumkan adalah dividen kas selama tahun 2008-2012. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa (1) keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (2) keputusan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, (3) keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (4) keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (5) kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (6) kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, (7) kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, (8) ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (9) kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (10) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, (11) ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Prapaska & Mutmainah (2012) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan yang dinilai dari nilai sahamnya di pasar modal. Sampel yang digunakan sebanyak 44 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang telah dipublikasikan laporan keuangannya dari tahun 2009-2010. Dengan menggunakan metode analisis regresi berganda untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen secara simultan terhadap nilai perusahaan, penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas, keputusan investasi dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sedangkan variabel keputusan pendanaan berpengaruh negatif pada nilai perusahaan.

Sartini dan Purbawangsa (2014) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, serta Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”. Tujuan penelitian ini untuk mengetahui pengaruh keputusan investasi, kebijakan dividen, serta keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan manufaktur. Variabel exogenous/keputusan investasi terdiri dari price earning ratio (PER), Tobin’s Q dan return on asset (ROA). Variabel endogenous yaitu a. kebijakan dividen terdiri dari dividend payout ratio (DPR), dividend yield (DY) dan earning per share (EPS), b. keputusan pendanaan yang terdiri dari debt to asset ratio (DAR), debt to equity ratio (DER), long term debt to equity ratio (LDR), c. nilai perusahaan yang terdiri dari price book value (PBV), price earning ratio (PER) dan market book value (MBV). Penelitian dilakukan di BEI dengan periode penelitian tahun 2009-2011 dengan sampel penelitian berjumlah 20 perusahaan. Model analisa yang digunakan adalah path analysis. Hasil penelitian ini sebagai berikut :

- Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen
- Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
- Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
- Keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
- Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Aprianto dan Arifah (2014) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan”. Model analisis yang digunakan dalam penelitian adalah regresi berganda. Hasil penelitian adalah sebagai berikut :

- Keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan struktur kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
- Kebijakan dividen dan struktur kepemilikan managerial berpengaruh negatif tidak signifikan

Selanjutnya Karunia & Nuryana (2015) melakukan penelitian menguji pengaruh kebijakan struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan dan implikasi terhadap nilai perusahaan. Sampel berjumlah 14 perusahaan yang terdaftar pada Indonesian Most Trusted Companies 2013 yang diambil dengan purposive sampling dengan periode pengamatan tahun 2009-2013. Dengan menggunakan teknik analisis data Analisis Jalur (path analysis), menunjukkan hasil bahwa kebijakan struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja keuangan, kebijakan struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan positif nilai perusahaan, kinerja keuangan berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, kebijakan struktur modal berpengaruh signifikan negative terhadap kinerja keuangan dan implikasinya terhadap nilai perusahaan, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan dan implikasinya terhadap nilai perusahaan.

Hasnawati & Sawir (2015) melakukan penelitian untuk menemukan bukti empiris pengaruh keputusan keuangan, ukuran perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Dengan sampel sebanyak 78 perusahaan publik dan 1084 data dari tahun 1992-2008. Model yang digunakan dalam penelitian adalah multiple regression (regresi

berganda) dan hasilnya menjelaskan bahwa ukuran perusahaan dan keputusan tidak membayar dividen merupakan variabel yang paling mempengaruhi nilai perusahaan. Selain itu, kebijakan tidak membayar dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Isbanah (2015) melakukan penelitian empiris untuk mengamati pengaruh ESOP, leverage dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan baik secara simultan maupun parsial. Kinerja keuangan diukur dengan return on aset (ROA), return on investment (ROE) serta net profit margin (NPM). Sampel yang digunakan dalam penelitian adalah perusahaan-perusahaan non keuangan yang listing di Bursa Efek Indonesia serta menggunakan ESOP pada periode 2010-2013 dengan metode analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa simultan variabel ESOP, leverage serta ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA dan NPM, tetapi tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE. Ukuran perusahaan berpengaruh secara negative terhadap ROE. ESOP dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap NPM.

Mardiyati dan Ahmad (2015) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan pada Sektor Manufaktur Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI Periode 2010-2013. Hasil penelitian adalah sebagai berikut :

- Keputusan investasi, ukuran perusahaan dan Profitabilitas secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.
- Keputusan Pendanaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
- Secara simultan keputusan investasi, keputusan pendanaan, profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Odalo, Achoki & Njuguna (2016) meneliti tentang hubungan ukuran perusahaan dan kinerja perusahaan pada 7 perusahaan agrobisnis yang terdaftar di Kenya dari periode 2003 sampai 2013. Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan total aset (Log dari nilai buku total aset) dan kinerja keuangan diukur dengan ROA(return on asset), ROE(return on equity) dan EPS (earning per share). Dengan menggunakan model analisis regresi, hasil penelitian menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap ketiga indikator kinerja keuangan dimana perusahaan besar memiliki keunggulan bersaing (competitive advantage) dibanding perusahaan kecil.



BAB VII. Tinjauan Empiris: (Pengaruh Keputusan Investasi, Struktur Modal, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan dan Nilai Perusahaan

1. Latar Belakang

Perusahaan merupakan salah satu bentuk korporasi yang menjalankan setiap jenis usahanya, bersifat tetap, terus menerus dan bekerja dalam wilayah Negara Republik Indonesia, untuk tujuan memperoleh keuntungan dan atau laba (Pasal 1 huruf b UU nomor 3 tahun 1982 tentang Wajib Daftar Perusahaan). Dengan laba atau keuntungan maksimal itulah perusahaan dapat mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan. Namun dewasa ini dunia usaha berkembang semakin pesat. Banyak perusahaan-perusahaan baru yang bermunculan sehingga membuat persaingan usaha yang begitu ketat dan kompetitif. Oleh karena itu para pelaku perusahaan dituntut untuk bisa mengelola sumber daya yang mereka miliki lebih efektif dan efisien demi menunjang apa yang telah menjadi tujuan perusahaan sebelumnya.

Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan lembaga resmi di Indonesia yang memperdagangkan saham perusahaan-perusahaan publik. Perusahaan-perusahaan tersebut (selanjutnya disebut emiten) dikelompokkan menjadi 9 (sembilan) sektor, yaitu: (1) agribisnis, (2) pertambangan, (3) industri dasar dan kimia, (4) aneka industri, (5) industri barang dan konsumsi, (6) property dan real estate, (7) infrastruktur, utilitas dan transportasi, (8) keuangan, dan (9) perdagangan, jasa dan investasi.

Sektor industri mempunyai peranan penting dalam perekonomian Indonesia. Secara umum sektor ini memberikan kontribusi yang besar dalam pembentukan Produk Domestik Bruto (PDB) nasional dan penerimaan devisa. Sektor industri diyakini sebagai sektor yang dapat memimpin sektor-sektor lain dalam sebuah perekonomian menuju kemajuan. Produk industri selalu memiliki term of trade yang tinggi serta menciptakan nilai tambah yang lebih besar dibandingkan produk-produk lain. Hal ini disebabkan karena sektor industri memiliki variasi produk yang sangat beragam dan mampu memberikan manfaat yang tinggi kepada pemakainya (Dumairy, 2010).

Tabel 1
 Nilai Produk Domestik Bruto (PDB) Pada Beberapa Sektor Usaha dan Nasional Atas Dasar Harga Konstan (Milyar Rp)

Sektor	2012	2013	2014
Industri Manufaktur Tanpa Migas	523.176,6	549.773,3	434.374,1
Perdagangan, hotel, dan restoran	368.563,7	400.601,0	324.730,1
Pertanian, peternakan, kehutanan, dan perikanan	295.933,7	304.406,2	245.982,3
Nasional tanpa migas	2.035.894,4	2.169.541	1.732.888,9

Sumber : BPS (2014)

Tabel 1 menunjukkan kontribusi sektor industri manufaktur terhadap PDB lebih besar dibandingkan dengan kontribusi dari sektor lainnya. Kontribusi sektor industri manufaktur terhadap PDB hampir seperempat dari pendapatan nasional berasal dari pendapatan industri tersebut. Besarnya kontribusi sektor industri manufaktur terhadap pembentukan PDB memberikan arti bahwa perekonomian nasional sampai saat ini (2012-2014) didominasi oleh sektor industri manufaktur. Bila sektor industri manufaktur kinerjanya terganggu, maka secara langsung perekonomian nasional juga ikut terganggu. Sedangkan untuk industri agribisnis menempati posisi terendah dibandingkan dengan industri lainnya.

Perusahaan yang bergerak di bidang industri merupakan suatu kesatuan usaha yang mencakup kegiatan proses pengadaan bahan baku, proses pengolahan dan pemasaran. Ketatnya persaingan perusahaan besar di Indonesia yang diperkuat dengan banyaknya perusahaan di pasar modal Indonesia atau yang lebih dikenal dengan Bursa Efek Indonesia (BEI), perusahaan yang ada di Indonesia harus mampu bersaing dengan perusahaan sektor lain yang lebih dominan demi mempertahankan kelangsungan usahanya. Tidak adanya batasan antar perusahaan dan masyarakat dalam mencari informasi dari masing-masing pihak, masyarakat dapat mengetahui secara langsung keadaan perusahaan dan kinerjanya dengan menganalisa laporan keuangan yang telah dipublikasikan oleh perusahaan tersebut secara online. Perusahaan tidak dapat menutupi kekurangan yang ada dalam perusahaannya.

Hal ini tentu baik bagi masyarakat selaku investor yang ingin menanamkan modalnya dalam satu atau beberapa saham perusahaan yang terdaftar di pasar modal. Investor akan lebih teliti dalam menentukan pilihannya dengan harapan mendapatkan keuntungan atas investasinya.

Untuk memenangkan persaingan pasar maka diperlukan suatu perencanaan dan manajemen pengelolaan yang baik dalam suatu perusahaan. Keadaan keuangan perusahaan dinilai baik tidak cukup dengan perusahaan tersebut hanya mampu menghasilkan laba yang tinggi. Namun hal tersebut perlu didukung dengan beberapa aspek seperti pengelolaan sumber daya yang baik, kepuasan pelanggan, manajemen keuangan yang baik, dan kesejahteraan karyawannya sehingga menghindari perusahaan dari hal yang tidak diinginkan. Kebangkrutan merupakan sesuatu yang paling menakutkan bagi pemilik perusahaan maupun karyawan yang bekerja di dalam perusahaan. Kebangkrutan merupakan suatu keadaan dimana perusahaan tidak dapat beroperasi dan menghasilkan keuntungan (profit). Tanda dini perusahaan berpotensi mengalami kebangkrutan dapat dilihat dari jumlah pendapatan bersih perusahaan tiap tahun, apabila pendapatan bersih perusahaan bernilai negatif selama beberapa tahun berturut-turut artinya perusahaan tersebut berpotensi mengalami kebangkrutan di tahun berikutnya.

Keputusan Investasi dan Kebijakan Dividen perusahaan yang terdaftar di BEI mengalami fluktuatif dan beberapa perusahaan tidak melakukan pembagian dividen dikarenakan pendapatan menurun, untuk struktur modal sebagian perusahaan komposisi hutang jangka panjangnya lebih besar dibanding modal sendiri dan sebagian perusahaan menunjukkan modal sendiri lebih besar dibanding hutang jangka panjangnya. Ukuran Perusahaan pada Perusahaan yang terdaftar di BEI bervariasi dengan kategori besar, sedang dan kecil.

Perkembangan perubahan harga saham pada sektor yang terdaftar di BEI sebagian mengalami penurunan dan sebagian mengalami kenaikan dan penurunan serta penurunan dan kenaikan.

Analisa keuangan penting dilakukan untuk menilai kinerja perusahaan terutama kinerja keuangannya. Analisa keuangan tidak hanya penting bagi investor sebelum menanamkan modalnya pada suatu perusahaan namun penting bagi perusahaan untuk mengantisipasi terjadinya kebangkrutan di masa mendatang yang tidak hanya dapat diprediksi oleh perusahaan namun dapat juga diprediksi terlebih dahulu oleh investor sehingga akan memperparah kondisi perusahaan.

Keberadaan perusahaan sangat berperan dalam memajukan suatu masyarakat, daerah dan negara. Sehingga dapat mewujudkan kesejahteraan masyarakat. Dalam menjalankan usahanya suatu perusahaan tidak hanya mempunyai kewajiban secara ekonomis saja tetapi mempunyai kewajiban yang bersifat etis. Adanya suatu etika bisnis yang merupakan tuntunan perilaku bagi dunia usaha untuk bisa membedakan mana yang boleh dilakukan dan mana yang tidak boleh dilakukan. Dalam pemenuhan etika dalam berbisnis memang tidak hanya profit yang menjadi tujuan utama, akan tetapi pemberdayaan masyarakat sekitar juga harus menjadi tujuan utama bagi perusahaan. Penilaian prestasi suatu perusahaan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan itu untuk menghasilkan laba. Laba perusahaan selain merupakan indikator kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban bagi para penyandang dananya juga merupakan elemen dalam penciptaan nilai perusahaan yang menunjukkan

prospek perusahaan di masa yang akan datang. Nilai perusahaan dapat mencerminkan nilai aset yang dimiliki perusahaan seperti surat-surat berharga. Saham merupakan salah satu surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan, tinggi rendahnya harga saham banyak dipengaruhi oleh kondisi emiten. Salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham adalah kemampuan perusahaan membayar dividen. Pemberian dividen akan menaikkan nilai atau harga saham perusahaan (Gumanti, 2013 : 54).

Analisis fundamental merupakan analisis yang berkaitan dengan keadaan perusahaan, kondisi umum industri yang sejenis, dan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi kondisi dan prospek perusahaan tersebut di masa yang akan datang (Utari, Purwanti dan Prawironegoro, 2014:1320). Perkembangan analisis fundamental tersebut tidak lagi terbatas pada variabel-variabel pada umumnya seperti rasio keuangan, faktor politik, faktor eksternal, faktor ekonomi, dan lain-lain, tetapi telah mulai bersinggungan dengan variabel-variabel lain, misalnya kondisi umum industri meliputi pangsa pasar industri (market share). Pangsa pasar (market share) adalah pangsa dari pendapatan penjualan. Pangsa pasar merupakan indikator yang paling penting dalam menentukan derajat kekuasaan monopoli, dalam skala ordinal (dibandingkan dari pangsa pasar yang tinggi atau paling rendah dalam pasar yang sama). Semakin tinggi pangsa pasar maka kekuasaan monopoli semakin besar sedangkan jika pangsa pasarnya rendah maka kekuatan monopoli yang dimiliki akan semakin kecil atau bahkan tidak ada sama sekali.

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran para pemegang saham. Pemegang saham, kreditor dan manajer adalah pihak-pihak yang memiliki perbedaan kepentingan dan perspektif berkenaan dengan perusahaan. Pemegang saham akan cenderung memaksimalkan nilai saham dan memaksa manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan mereka melalui pengawasan yang mereka lakukan. Kreditor di sisi lain cenderung akan berusaha melindungi dana yang sudah mereka investasikan dalam perusahaan dengan jaminan dan kebijakan pengawasan yang ketat pula. Manajer juga memiliki dorongan untuk mengejar kepentingan pribadi mereka. Bahkan tidak tertutup kemungkinan para manajer melakukan investasi walaupun investasi tersebut tidak dapat memaksimalkan nilai pemegang saham. (Arieska dan Gunawan, 2011). Fama dan French dalam Wibawa dan Wijaya (2010), berpendapat 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 Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan.

Suatu kombinasi yang optimal dari kinerja keuangan perusahaan maka akan memaksimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran kekayaan pemegang saham. Sementara itu dalam memaksimalkan nilai perusahaan, menurut Halim (2015:23), manajemen perusahaan dapat melakukan tiga kebijakan, yaitu kebijakan pendanaan, investasi dan dividen. Kebijakan pendanaan adalah kebijakan manajemen keuangan untuk mendapatkan dana (baik dari pasar uang maupun pasar modal).

Setelah mendapatkan dana, manajemen keuangan akan menginvestasikan dana yang diperoleh ke dalam perusahaan. Keputusan pendanaan didefinisikan sebagai keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan (Hasnawati, 2006).

Menurut Brigham dan Houston (2009), peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar. Terdapat dua pandangan mengenai keputusan pendanaan. Pandangan pertama dikenal dengan pandangan tradisional yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan lain yang berkenaan dengan nilai perusahaan adalah keputusan investasi, dimana keputusan investasi dalam hal ini adalah investasi jangka pendek dan jangka panjang. Menurut Hidayat (2010), keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan, dimana nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan 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. Selain pendapat di atas, keputusan yang menyangkut investasi akan menentukan sumber dan bentuk dana untuk pembiayaannya. Masalah yang harus dijawab dalam keputusan pendanaan yang dihubungkan dengan sumber dana adalah apakah sumber internal atau eksternal, besarnya hutang dan modal sendiri, dan bagaimana tipe hutang dan modal yang akan digunakan, mengingat struktur pembiayaan akan menentukan cost of capital yang akan menjadi dasar penentuan required return yang diinginkan (Weston dan Copeland, 2010).

Satu lagi kebijakan yang harus diperhatikan dalam mengoptimalkan nilai perusahaan adalah kebijakan dividen dimana para investor memiliki tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraan dengan mengharapkan pengembalian dalam bentuk dividen maupun capital gain, sedangkan perusahaan mengharapkan pertumbuhan secara terus menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya sekaligus memberikan kesejahteraan kepada para pemegang sahamnya, sehingga kebijakan dividen penting untuk memenuhi harapan pemegang saham terhadap dividen dengan tidak menghambat pertumbuhan perusahaan di sisi lain.

Tinggi rendahnya nilai perusahaan, sangat bergantung kepada kinerja keuangan perusahaan, Menurut Sukhemi (2007:23) mengemukakan bahwa “kinerja dapat diartikan sebagai prestasi yang dicapai perusahaan dalam suatu periode tertentu yang mencerminkan tingkat kesehatan perusahaan tersebut”. Kinerja menjadi hal penting yang harus dicapai setiap perusahaan karena mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengalokasikan sumber dayanya. Pengukuran kinerja merupakan salah satu faktor yang sangat penting bagi perusahaan, karena pengukuran tersebut dapat mempengaruhi perilaku pengambilan keputusan dalam perusahaan. Pengukuran kinerja keuangan perusahaan bergantung pada sudut pandang yang diambil dan tujuan analisis. Oleh sebab itu, manajemen perusahaan perlu menyesuaikan kondisi perusahaan dengan alat ukur penilaian kinerja serta tujuan dari pengukuran kinerja keuangan perusahaan itu sendiri.

Menurut Hanafi dan Halim (2009 : 67-74) tujuan dari pengukuran kinerja keuangan perusahaan adalah:

1. Mengetahui tingkat likuiditas, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan yang harus segera diselesaikan pada saat ditagih.
2. Mengetahui tingkat solvabilitas, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya apabila perusahaan tersebut dilikuidasi, baik keuangan jangka pendek maupun jangka panjang.
3. Mengetahui tingkat profitabilitas atau rentabilitas, yaitu kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu dengan menggunakan aktiva atau modal secara produktif.
4. Mengetahui tingkat stabilitas, yaitu kemampuan perusahaan dalam menjalankan dan mempertahankan usahanya agar tetap stabil, hal tersebut diukur dari kemampuan perusahaan membayar pokok hutang dan beban bunga tepat pada waktunya.

Salah satu tujuan terpenting dalam pengukuran kinerja selain yang disebutkan di atas adalah untuk menilai apakah tujuan yang ditetapkan perusahaan telah tercapai, sehingga kepentingan investor, kreditor dan pemegang saham dapat terpenuhi. Untuk itu, analisis laporan keuangan umumnya dilakukan sebagai pengukur kinerja keuangan perusahaan.

Menurut Jumingan (2011 : 239), Kinerja merupakan gambaran prestasi yang dicapai perusahaan dalam kegiatan operasionalnya baik menyangkut aspek keuangan, aspek pemasaran, aspek penghimpunan dana dan penyaluran dana, aspek teknologi, maupun aspek sumber daya manusianya.

Salah satu faktor yang mempengaruhi kinerja keuangan adalah struktur modal. Struktur Modal merupakan perimbangan antara penggunaan modal pinjaman yang terdiri dari : utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang dengan modal sendiri yang terdiri dari : saham preferen dan saham biasa. Maka dapat disimpulkan bahwa pimpinan perusahaan dalam hal ini manajer keuangan harus dapat mencari bauran pendanaan (financing mix) yang tepat agar tercapai strktur modal yang optimal yang secara langsung akan mempengaruhi nilai perusahaan. Semua perusahaan memerlukan dana untuk ekspansi, dengan menggunakan dana yang berasal dari penerbitan obligasi (modal pinjaman = utang) yaitu menggunakan analisis hubungan antara EBIT dan EPS dengan mencari titik suatu struktur modal adalah menggunakan rasio-rasio leverage.

Selain dari struktur modal, permasalahan lain adalah mengenai kebijakan dividen, 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. Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Salah satu kebijakan yang harus diambil oleh manajemen yaitu memutuskan apakah laba bersih yang diperoleh selama satu periode dibagi semua atau dibagi sebagian untuk dividen dan sebagian lagi tidak dibagi (menjadi laba ditahan). Rasio pembayaran dividen (dividend payout ratio) menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi semua laba bersih yang diperoleh sebagai dividen, maka berarti tidak ada laba yang ditahan dan akhirnya memperkecil sumber dana internal yang

dapat digunakan mengembangkan usaha. Jika perusahaan memutuskan tidak membagikan laba yang diperoleh sebagai dividen akan dapat memperbesar sumber dana intern yang dapat digunakan mengembangkan usaha atau re-investasi. Jika laba yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Dengan demikian aspek penting dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang sesuai di antara pembayaran laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan di perusahaan. Rasio pembayaran dividen menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa berupa dividen kas.

Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang cukup besar pada kinerja intellectual capital. Ukuran perusahaan yang besar merupakan sumber daya perusahaan yang dapat digunakan untuk memberikan value added bagi perusahaan sehingga dapat meningkatkan kinerja intellectual capital yang akan memberikan suatu karakteristik tersendiri di perusahaan tersebut. Ukuran perusahaan yang diukur menggunakan total aset perusahaan yang terkandung dalam laporan keuangan merupakan suatu informasi yang dapat menjadi sinyal bagi investor dan pihak potensial lainnya untuk mengambil keputusan ekonomi. Pihak potensial ini termasuk staf-staf berkualitas yang cenderung akan lebih tertarik untuk masuk ke perusahaan yang mempunyai ukuran lebih besar dari pada perusahaan kecil.

Dalam penelitian El-Banany (2008, 2012) menyatakan bahwa perusahaan yang besar memiliki fasilitas yang lebih banyak daripada perusahaan kecil. Fasilitas ini termasuk akses ke dana eksternal dan visibilitas dalam perekonomian, yang akan mencerminkan pentingnya perusahaan sehingga memungkinkan adanya dukungan dari pemerintah. Hal ini dapat menarik lebih banyak investor dan staf yang berkualitas baik untuk masuk ke perusahaan. Staf yang berkualitas akan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Selain itu pada perusahaan besar dengan jumlah aset yang besar memiliki dana lebih banyak untuk diinvestasikan dalam kinerja perusahaan. Ketersediaan dana dalam jumlah yang besar akan membuat pengelolaan dan pemeliharaan intellectual capital menjadi semakin optimal dan akan menghasilkan kinerja intellectual capital yang lebih tinggi.

Pada penelitian El-Banany (2008, 2012) didapatkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Akan tetapi pada penelitian yang dilakukan oleh Irawan dan Achmad (2014) menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Menurut Govindarajan (2002) Ketidakkonsistenan hasil penelitian dapat dijelaskan menggunakan pendekatan kontijensi. Pendekatan ini memberikan gagasan bahwa sifat hubungan yang ada dalam ukuran perusahaan dengan kinerja intellectual capital mungkin ditentukan oleh faktor-faktor kondisional yang mempengaruhi hubungan kedua variabel tersebut.

Berdasarkan uraian di atas, penulis mencoba untuk melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Keputusan Investasi, Struktur Modal, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan serta Implikasinya pada Nilai Perusahaan”. (Studi Empiris pada Perusahaan Go Public yang terdaftar di BEI).

2. Rumusan Masalah

Mengacu pada uraian pada latar belakang dan identifikasi masalah, telah terjadi masalah kesenjangan (gap) antara teori yang selama ini dianggap benar dan selalu diterapkan pada perusahaan go public. Maka penulis merumuskan permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini antara lain sebagai berikut:

1. Bagaimana kondisi keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI.
2. Bagaimana kondisi Kinerja Keuangan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI.
3. Bagaimana kondisi Nilai Perusahaan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI.
4. Seberapa besar pengaruh Keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI secara simultan.
5. Seberapa besar pengaruh keputusan investasi terhadap kinerja keuangan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI.
6. Seberapa besar pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI.
7. Seberapa besar pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan pada Perusahaan go public yang terdaftar di BEI.
8. Seberapa besar pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI.
9. Seberapa besar pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI.

3. Hasil Penelitian Terdahulu

Analisis pengujian pengaruh variabel eksogen terhadap variabel endogen telah dilakukan sebelumnya oleh beberapa peneliti, yaitu: Beberapa studi terdahulu pada umumnya melihat hubungan satu atau dua keputusan keuangan dengan nilai perusahaan, tidak secara tegas melihat hubungan atau pengaruh ketiga keputusan keuangan utama terhadap nilai perusahaan.

Tulisan tentang dampak keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan diawali oleh Modigliani&Miller (1958, 1963) dilanjutkan Fama tahun 1978. Modigliani & Miller (1958) dengan asumsi pasar sempurna mengatakan bahwa keputusan pendanaan apapun dan pada bauran pendanaan berapapun tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Namun pada tahun 1963, Modigliani&Miller melonggarkan asumsi yang digunakan sebagai kerangka dasar teori pemikirannya, dengan menambahkan unsur pajak dalam teori struktur modal. Kesimpulan yang dihasilkan adalah keputusan pendanaan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Hal tersebut disebabkan karena bunga yang dibayarkan bisa digunakan untuk mengurangi penghasilan kena pajak (tax deductible). Dengan kata lain, perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan (income tax) yang lebih kecil dari pada perusahaan yang tidak memiliki hutang. Karena penghematan pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka nilai perusahaan yang memiliki hutang lebih besar dari pada perusahaan tanpa hutang. Hutang dan biaya kebangkrutan pada struktur

modal optimal menjadikan biaya modal minimum sehingga nilai perusahaan maksimum. Dan apabila pasar berfungsi dengan baik maka nilai perusahaan akan tercermin pada harga saham perusahaan.

Berbeda dengan Modigliani & Miller, yang hanya melihat dampak keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan dan mengabaikan keputusan investasi Fama (1978) mencoba menjelaskan dampak keputusan investasi dan keputusan pendanaan terhadap kemakmuran pemegang sekuritas perusahaan (stockholders dan bondholders). Peningkatan kemakmuran security holders dapat diperoleh melalui keputusan investasi yang memberikan net present value (NPV) positif. Karena dengan keputusan pendanaan saja akan terjadi pengalihan kemakmuran/kesejahteraan dari bondholders kepada stockholders dan pengalihan risiko dari stockholders kepada bondholders. Dengan demikian, untuk meningkatkan nilai perusahaan manajemen harus melakukan keputusan pendanaan dan keputusan investasi yang tepat.

Penelitian yang dilakukan oleh Wright & Ferris (1997) di Afrika Selatan mengenai dampak pengumuman keputusan Investasi (divestment) terhadap nilai perusahaan (corporate value), menggunakan sampel sebanyak 116 perusahaan selama 1 Januari 1980 sampai 31 Desember 1990. Menyimpulkan pengumuman investasi yang dilakukan melalui divestment berdampak terhadap perilaku penghasilan saham (proksi dari nilai perusahaan) perusahaan publik. Lebih lanjut ditegaskan bahwa pengumuman divestment di Afrika Selatan telah memberikan return saham negatif dan signifikan.

Pada tahun 1998, Fama&French meneliti tentang hubungan dividen dan hutang dengan nilai perusahaan secara parsial di Amerika Serikat. Pengujian dilakukan dengan menggunakan cross-sectional regression model selama tahun 1965 sampai 1992. Kesimpulan yang dihasilkan dari penelitian tersebut adalah dividen dan hutang memiliki informasi tentang profitability (expected net cash flow). Selain itu diperoleh kesimpulan bahwa investasi memiliki informasi positif tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Dengan memasukkan variabel kontrol earnings, dividen, investasi, dan R & D ditemukan adanya hubungan negatif antara hutang dan nilai perusahaan.

Penelitian di Jepang oleh Park&Evan (2004) selama tahun 1985 sampai dengan 1996, menemukan kesimpulan yang berbeda dengan Fama&French (1998) pada perusahaan-perusahaan di Amerika. Kesimpulan yang dihasilkan adalah leverage perusahaan di Jepang memiliki hubungan positif dengan nilai perusahaan. Sedangkan dividen memiliki hubungan negatif dengan nilai perusahaan. Perbedaan tersebut mungkin disebabkan kerangka dasar yang digunakan Parck&Evan didasarkan pada konsep free cash flow, dimana nilai perusahaan dikembangkan dengan menggunakan tiga ukuran yang berbeda atas tingkat pertumbuhan perusahaan, yaitu tingkat pertumbuhan, spread tingkat pertumbuhan atas market return, dan tingkat pertumbuhan market value perusahaan atas nilai buku perusahaan. Sedangkan Fama&French menggunakan proksi selisih antara total market value of a firm dan book value of asset dibagi dengan total market value of a firm. Variabel keputusan pendanaan (struktur modal) dan dividen dikembangkan dengan menggunakan proksi yang sama yaitu ratio of interest expenses to total book value of assets untuk keputusan pendanaan, dan ratio of dividend to total book value of assets untuk keputusan dividen.

Penelitian-penelitian yang dilakukan oleh Fama&French (1998) dan Park&Evan (2004) memberikan hasil yang konsisten dengan pendapat Modigliani&Miller (1963) tentang tax benefit hypothesis dalam teori struktur modal relevan. Di lain pihak, perubahan

nilai perusahaan yang terjadi lebih disebabkan karena kandungan informasi dari setiap keputusan, yang ditangkap oleh pihak luar sebagai suatu sinyal positif atau negatif tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Masih mengacu pada pendapat Modigliani & Miller (1958 dan 1963), Peterson & Benesh (1983) melakukan studi empiris tentang hubungan antara keputusan investasi dan keputusan pendanaan perusahaan di Amerika Serikat. Penelitian dilakukan dengan menggunakan sampel sebanyak 534 perusahaan selama 5 tahun, dari tahun 1975 sampai dengan 1979 dan menggunakan model persamaan simultan. Variabel keputusan investasi diproksi melalui $\text{capital expenditure/sales}$, Keputusan pendanaan diproksi melalui $\text{net new debt/ sales}$, dan variabel dividen diproksi dengan menggunakan dividend/sales . Ketiga variabel tersebut digunakan sebagai variabel endogen yang dipengaruhi oleh variabel eksogen lain dan dua dari ketiga variabel endogen tersebut. Penelitian mereka menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap keputusan investasi. Selain itu juga diperoleh suatu kesimpulan yang menyatakan bahwa antara investasi dan dividen memiliki hubungan yang positif dan signifikan, demikian juga antara investasi dan pendanaan. Sedangkan dividen dengan pendanaan memiliki hubungan yang negatif.

Sementara itu Smith & Watts (1992) menginvestigasi hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan kebijakan perusahaan, yaitu keputusan investasi, pendanaan, dividen, dan kompensasi. Set peluang investasi digunakan sebagai proksi keputusan investasi, karena keputusan investasi tidak dapat diamati langsung oleh pihak luar. Observasi dilakukan dengan menggunakan data cross-section dan time-series tahun 1965 sampai dengan 1985 dari 16 industri yang tidak termasuk asuransi dan perbankan. Keputusan pendanaan dijadikan sebagai variabel endogen yang diproksi melalui $\text{equity to value ratio}$, demikian juga kebijakan dividen dijadikan variabel endogen dengan menggunakan proksi dividend yield atau $\text{dividend to price ratio}$. $\text{Investment opportunity set}$ yang merupakan proksi keputusan investasi digunakan sebagai variabel eksogen dengan menggunakan beberapa indikator, yaitu $\text{ratio book value of assets to firm value}$, $\text{depreciation to firm value ratio}$, $\text{earning to price ratio}$, $\text{R\&D expense to firm value ratio}$, $\text{capital expenditure to firm value ratio}$, dan $\text{variance of total return}$. Kesimpulan yang dihasilkan dari penelitian tersebut adalah adanya hubungan diantara kebijakan perusahaan yaitu pendanaan, dividen, kebijakan kompensasi yang dipilih.

Penelitian yang sama dilakukan oleh Gaver&Gaver (1993) penelitiannya menggunakan sampel sebanyak 237 growth firms dan 237 non growth firms. Perbedaan dengan studi yang dilakukan oleh Smith&Watts (1992) adalah pada penggunaan indikator IOS. Gaver&Gaver melakukan pengukuran komposit variabel $\text{investment opportunity set}$ untuk mengurangi kesalahan klasifikasi pada variabel tersebut. Mereka menggunakan common factor analisis untuk membentuk $\text{index investment opportunities}$ bagi setiap perusahaan. Indeks ini dibentuk melalui enam variabel, yaitu $\text{ratio of the market value of the firm to the book value of assets}$, $\text{ratio of market value of equity to book value of equity}$, $\text{ratio of R \& D expenditures to the book value of assets}$, $\text{earning price ratio}$, $\text{variance total return of the firm}$, dan $\text{frequency that the firm is included in the holdings of growth oriented mutual funds}$. Indeks yang dihasilkan diranking dari yang tertinggi ke terendah. 237 perusahaan dengan ranking tertinggi dijadikan sampel growth firms dan sisanya 237 dengan ranking rendah dijadikan sampel non growth firms. Jadi growth perusahaan dijadikan sebagai proksi IOS yang merupakan proksi keputusan investasi. Kebijakan pendanaan diproksi dengan

menggunakan book debt to equity ratio, market debt equity ratio. Sedangkan kebijakan dividen diproksi dengan dividend payout ratio dan dividend yield. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa kebijakan dividen (yang diproksi dengan dividend yield) memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan pertumbuhan perusahaan. Artinya, perusahaan akan membayar dividen yang rendah pada growth firms dibandingkan dengan non growth firms. Kesimpulan lain adalah perusahaan memiliki tingkat hutang yang rendah pada growth firms dibandingkan dengan non growth firms.

Di Jepang, Jo et al (1994) menguji hubungan keputusan pendanaan dan investment opportunity set. Penelitian menggunakan sampel 1.044 perusahaan untuk periode tahun 1986 sampai 1990. Berbeda dengan penelitian sebelumnya proksi keputusan pendanaan ditambah dengan booklong term debt equity dan market long term debt equity. Kesimpulan yang dihasilkan bahwa keputusan pendanaan memiliki hubungan positif dengan proksi IOS sebagai proksi dari keputusan investasi.

Kallapur & Trombley (1999, 2001) melakukan studi empiris tentang hubungan investment opportunity set dengan realized growth di Amerika Serikat. Penelitian tersebut menggunakan data 14 annual sample dari tahun 1978 sampai tahun 1991. Mereka mengelompokkan proksi IOS menjadi tiga bagian yaitu, priced based proxies, investment based proxies, dan variance measures. Price based diukur dengan lima proksi, yaitu market value of equity plus book value of debt, ratio of book to market value of assets, ratio of book to market value of equity, ratio of book value of PPE to firm value, dan Tobin-q (ratio of replacement value of assets to market value). Investment based diukur dengan lima proksi, yaitu ratio of R&D expense to firm value, ratio of R&D expense to total asset, ratio of R&D expense to sales, ratio capital additions to firm value, dan ratio of capital additions to asset book value. Dan variance measures diproksi dengan dua proksi, yaitu variance of total return dan market model beta. Keputusan pendanaan diukur dengan melalui tiga proksi, yaitu book debt to equity ratio, book debt to asset ratio, dan market debt to equity ratio. Kebijakan dividen diproksi dengan menggunakan dividend payout ratio dan dividend yield. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa book to market value of assets and equity, Tobins-q, ratio of fixed assets, dan depreciation expense to market value memiliki korelasi negatif dengan realized growth. Sedangkan ratio of capital expenditures to assets sebagai ukuran aktivitas investasi memiliki korelasi yang positif dengan realized growth. Mereka juga menemukan bahwa kebijakan dividen mampu mengungkapkan informasi tambahan tentang prospek pertumbuhan perusahaan.

Penelitian Al Najjar & Balkaoui (2001) meneliti tentang validasi model peluang pertumbuhan (growth opportunity) yang diukur dengan investment opportunity set pada 323 perusahaan manufaktur dan jasa di Amerika Serikat selama tahun 1987 sampai 1993. Mereka menggunakan data akuntansi untuk mengukur setiap variabel penelitian dengan menggunakan modal regresi berganda untuk menjawab hipotesis dan hubungan antar variabel. IOS digunakan sebagai variabel terikat/endogen yang dipengaruhi oleh beberapa variabel bebas/eksogen seperti reputasi perusahaan, leverage, profitability, total assets. IOS sebagai variabel laten diukur dengan tiga indikator yaitu market to book assets, market to book entity, dan earning/price ratio. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa ketiga indikator mampu menjelaskan variabel IOS dengan baik. Selain itu ditemukan bahwa IOS memiliki hubungan yang negatif dengan leverage.

Penelitian serupa telah dilakukan di Indonesia oleh Kaaro (2001b). Penelitian dilakukan dalam rangka menyelidiki secara empiris keterkaitan antara keputusan pendanaan dan keputusan investasi dengan menggunakan model regresi teknik white. Penelitian dilakukan dengan menggunakan data empat tahun, yaitu 1996 sampai dengan 1999 dengan sampel sebanyak 83 perusahaan. Keputusan pendanaan dijadikan variabel dependen dan diproksi dengan ratio of interest bearing debt to total assets. Sedangkan keputusan pendanaan sebagai variabel independen diproksi dengan ratio of earning pershare to closing price. Selain kedua variabel tersebut, juga digunakan beberapa variabel kontrol, yaitu total assets growth, sales growth, dividend yield, return on assets (ROA), current ratio, assets size dan sales size. Kesimpulan yang dihasilkan dari penelitian tersebut adalah keputusan investasi memiliki pengaruh positif terhadap keputusan pendanaan pada kondisi yang tidak pasti. Di lain pihak, variabel kontrol memiliki pengaruh yang tidak konsisten terhadap keputusan pendanaan.

Kaaro (2002a) melakukan penelitian yang berbeda dengan sebelumnya. Penelitian dilakukan dalam upaya melihat relevansi keputusan pendanaan dalam konteks balancing theory. Penelitian dilakukan dengan menggunakan data tujuh tahun, yaitu tahun 1990 sampai tahun 1996, dengan sampel sebanyak 9 perusahaan tekstil yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Model regresi white digunakan untuk melihat pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Harga saham digunakan sebagai proksi nilai perusahaan yang diukur melalui harga penutupan akhir tahun selama periode penelitian. Sedangkan keputusan pendanaan sebagai variabel independen di proksi melalui debt to equity ratio. Selain itu digunakan juga variabel kontrol yaitu capital intensity sebagai proksi dari investment opportunity set, return on equity (ROE) sebagai proksi accounting return, dan current ratio sebagai proksi risiko kebangkrutan. Kesimpulan yang dihasilkan adalah keputusan pendanaan memiliki hubungan tidak linier dengan nilai perusahaan. Artinya, keputusan pendanaan tidak selalu dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara positif, pada titik tertentu keputusan pendanaan akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Selain itu ditemukan kesimpulan capital intensiveness yang diproksi melalui IOS (keputusan investasi) mempengaruhi harga saham (nilai perusahaan).

Kaaro (2002b) mengembangkan penelitian sebelumnya. Penelitian dilakukan untuk melihat dampak keputusan investasi, dan kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan. Periode penelitian dilakukan selama tiga tahun dari tahun 1996 sampai dengan 1999 dengan 83 perusahaan public sebagai sampel penelitian. Penelitian menggunakan analisis regresi tahunan dengan teknik newey-west HAC standard error & covariance. Keputusan pendanaan sebagai variabel dependen yang diproksi dengan menggunakan ratio of interest bearing debt to total assets. Keputusan investasi sebagai variabel independen, dengan menggunakan dua pendekatan pengukuran, yaitu investasi aktual yang diproksi total assets growth dan sales growth; peluang investasi yang diproksi dengan ratio of earning pershare to closing stock price dan ratio of total capital to sales. Kebijakan dividen digunakan sebagai variabel independen diproksi melalui dividend yield dan dummy dividend yield. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peluang investasi (keputusan investasi) secara konsisten mempengaruhi keputusan pendanaan. Dan kebijakan dividen secara konsisten berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan pendanaan. Lebih lanjut dikatakan, dalam kondisi yang tidak berisiko perusahaan cenderung menggunakan hutang lebih

banyak untuk mendanai investasi perusahaan. Sedangkan pada kondisi yang berisiko perusahaan cenderung menggunakan hutang lebih sedikit untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan.

Bunkanwanicha, et al. (2003) melakukan penelitian dengan judul “Debt and Entrenchment : Evidence From Thailand and Indonesia”. Penelitian ini untuk menguji hubungan antara hutang khususnya perilaku financing perusahaan dengan corporate governance pada perusahaan-perusahaan yang go public di Thailand dan Indonesia. Adapun variabel yang digunakan dalam analisis ini adalah debt ratio, corporate governance, size, tangibility, growth, profitability dan performance. Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi. Pada penelitian ini juga dibandingkan kondisi struktur modal sebelum dan krisis. Hasil yang diperoleh dalam analisis ini menunjukkan pada masa sebelum krisis, variabel yang berhubungan secara signifikan dengan struktur modal adalah Corporate governance, size, tangibility, growth, dan profitability untuk perusahaan Thailand sedangkan perusahaan di Indonesia hanya variabel Corporate governance, size, growth, dan profitability yang berhubungan secara signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan pada saat krisis, struktur modal pada perusahaan di Thailand hanya berhubungan dengan corporate governance dan profitability, sementara untuk perusahaan Indonesia berhubungan dengan corporate governance, size, tangibility dan profitability. Di sini juga ditemui perusahaan yang lemah dalam corporate governance cenderung mempunyai tingkat hutang yang tinggi, hal ini lebih tinggi lagi pada saat krisis.

Sugihen (2003) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva dan Kinerja Keuangan Perusahaan serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka di Indonesia”. Penelitian ini ingin menguji pengaruh dari variabel struktur modal, aktivitas investasi, aktivitas operasi, produktivitas aktiva terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Variabel struktur modal terdiri dari variabel equity to asset ratio dan debt to asset ratio. Variabel aktivitas investasi terdiri dari account receivable turnover, inventory turnover dan fixed asset turnover. Sementara variabel aktivitas operasi terdiri dari gross profit margin, operating profit margin dan net profit margin. Variabel produktivitas aktiva digambarkan dengan sales to asset ratio. Variabel kinerja keuangan tergambar dari return on asset dan basic earning power. Sedangkan nilai perusahaan digambarkan dengan market value of equity dan market to book asset ratio. Model analisa yang digunakan dalam penelitian ini adalah SEM. Adapun hasil temuan sebagai berikut :

- Struktur modal tidak berpengaruh secara langsung terhadap aktivitas investasi. Artinya peningkatan hutang terutama hutang jangka panjang tidak menyebabkan penambahan investasi secara riil.
- Struktur modal tidak berpengaruh langsung terhadap produktivitas aktiva. Ini berarti peningkatan hutang terutama hutang jangka panjang tidak menyebabkan penambahan investasi secara riil sehingga perubahan struktur modal ini tidak berpengaruh terhadap produktivitas aktiva.
- Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh secara negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa pada masa krisis kinerja keuangan perusahaan bukan disebabkan oleh factor internal tetapi lebih pada factor eksternal.

- Struktur modal berpengaruh secara negatif tidak langsung terhadap nilai perusahaan. Para pelaku pasar yakin apabila pengaruh eksternal telah normal, maka prospek perusahaan juga akan kembali membaik dan nilai saham ditentukan oleh hukum permintaan dan penawaran.

Indahwati (2004) melakukan penelitian dengan judul “Analisis Pengaruh Leverage dan Kebijakan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan-Perusahaan Go-Public di Pasar Modal Indonesia Selama Masa Krisis 1998-2001”. Penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta ini ingin menguji teori struktur modal dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Variabel leverage terbentuk dari Long Term Debt Ratio, Debt Ratio dan Equity Ratio. Variabel kebijakan struktur modal dibentuk oleh variabel non debt tax shield, financial flexibility (terdiri dari cash, bank dan marketable securities, unused Risk-free debt capacity), asymmetric information, efficiency (terdiri dari total assets turnover & profitability), growth opportunities (terdiri dari biaya iklan, biaya riset dan pengembangan, retention ratio), dividend payout ratio dan business risk. Variabel kinerja keuangan terbentuk dari variabel return on equity, return on investment dan profit margin. Sementara itu variabel nilai perusahaan terbentuk atas market book ratio, price earning ratio dan stock price. Model yang digunakan adalah Structural Equation Model (SEM). Adapun hasilnya sebagai berikut :

- Variabel leverage perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan struktur modal. Ini berarti pilihan dalam kebijakan pendanaan adalah dana internal terlebih dahulu, kemudian hutang dan terakhir baru menerbitkan saham baru.
- Variabel leverage perusahaan berpengaruh negatif signifikan Terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa dalam kondisi krisis terjadi ketidak-seimbangan antara penggunaan hutang dan ekuitas dalam struktur modal yang akan menurunkan kinerja keuangan perusahaan.
- Variabel leverage tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian bisa dikatakan bahwa pada kondisi krisis terjadi ketidak-seimbangan antara penggunaan hutang dan penggunaan ekuitas dalam struktur modal yang akan menurunkan nilai perusahaan.
- Variabel kebijakan struktur modal perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti pilihan hutang (hutang jangka pendek) dalam kondisi krisis dan pilihan ekuitas dalam kondisi normal adalah pilihan terbaik yang diambil untuk meningkatkan nilai perusahaan.
- Variabel kinerja keuangan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa dalam kondisi krisis, nilai perusahaan atau harga saham tidak ditentukan oleh kondisi kinerja keuangan perusahaan.

Chandra (2006) melakukan penelitian dengan judul “ Pengaruh Environment Risk, Corporate Strategy dan Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta”. Penelitian ini untuk menguji pengaruh Environment Risk, Corporate Strategy dan Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan. Variabel Environment risk terdiri dari financial risk, business risk dan market risk. Variabel corporate strategy terdiri

dari sales growth, assets growth dan growth potential. Variabel struktur modal terdiri dari debt to equity ratio, debt to assets ratio dan equity to assets ratio. Variabel produktivitas aktiva terdiri dari total sales to total assets ratio. Variabel Kinerja keuangan terdiri dari return on assets dan basic power earning. Dan variabel nilai perusahaan terdiri dari price to book value. Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah SEM. Hasil penelitiannya adalah sebagai berikut :

- Investor berharap perusahaan main board menganut free cash flow dan perusahaan development board diharapkan lebih konservatif menganut pecking order theory.
- Secara umum peningkatan nilai perusahaan dipengaruhi oleh peningkatan corporate strategy dan penurunan struktur modal, namun peningkatan nilai perusahaan akan lebih tinggi jika dibarengi dengan peningkatan produktivitas aktiva.
- Kreditur tidak mempertimbangkan risiko keuangan perusahaan dalam pemberian pinjaman yang akan berimplikasi pada peningkatan kredit macet.
- Investor tidak percaya pada laporan kinerja keuangan perusahaan.
- Strategic management bisa membantu menjelaskan fenomena struktur modal dengan adanya pengaruh yang signifikan dari corporate strategy terhadap struktur modal maupun nilai perusahaan.

Hasnawati (2006) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta”. Penelitian ini ditujukan untuk mengetahui pengaruh keputusan keuangan (yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen) terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan Structural Equation Model (SEM). Model ini diharapkan menghasilkan suatu analisis yang lebih komprehensif tentang dampak keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan, maupun pengaruh satu keputusan keuangan terhadap keputusan keuangan lainnya baik secara langsung maupun tak langsung. Selain itu ingin mengetahui keputusan keuangan apakah yang dominan mempengaruhi nilai perusahaan public di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2001. Dengan menggunakan populasi target sebanyak 259 perusahaan public di Bursa Efek Jakarta diperoleh kesimpulan penelitian sebagai berikut:

- Keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan masing-masing sebesar 12,25%, 16,00%, 23,04%.
- Secara tak langsung keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan pendanaan sebesar 0,51%, melalui keputusan pendanaan sebesar 2,56%, dan melalui kebijakan dividen sebesar 5,99%.
- Selanjutnya secara tidak langsung, keputusan investasi mempengaruhi keputusan pendanaan melalui kebijakan dividen sebesar 3%, kebijakan dividen mempengaruhi nilai melalui keputusan pendanaan sebesar 2%. Secara bersama-sama keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan sebesar 78%. Dari ketiga keputusan tersebut, kebijakan dividen lebih dominan mempengaruhi nilai perusahaan.
- Penelitian ini juga menghasilkan kesimpulan bahwa setiap keputusan keuangan berpengaruh positif baik secara langsung maupun tak langsung terhadap keputusan keuangan lainnya.

Nidar (2008) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Struktur Kepemilikan, Pertumbuhan Perusahaan, Volatilitas Pendapatan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen, Struktur Modal, dan Kinerja Emiten Terbaik. Penelitian dilakukan terhadap 37 emiten yang masuk dalam 100 Emiten Terbaik dalam hal kinerja keuangan versi Majalah Investor. Penelitian ini adalah penelitian survey terhadap 37 emiten yang dipilih berdasarkan teknik purposive sampling. Disertasi ini menganalisis hubungan dan pengaruh struktur kepemilikan, karakteristik keuangan terhadap kinerja, kebijakan dividen dan struktur modal. Penelitian menganalisis hubungan struktur modal dan kebijakan dividen dengan menggunakan two-stages least squares (TSLS). Terdapat 6 variabel eksogenus yaitu kepemilikan manajerial, penyebaran kepemilikan, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, volatilitas pendapatan dan ukuran perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan :

- Pertama, semua variabel eksogenus berpengaruh signifikan terhadap variabel endogenus, kecuali pertumbuhan.
- Kedua, kinerja perusahaan secara simultan dan parsial dipengaruhi oleh struktur modal, kebijakan dividen, dan volatilitas pendapatan .

Fachrudin (2011) melakukan penelitian dengan judul “Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan dan Agency Cost terhadap Kinerja Perusahaan”. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap agency cost, pengaruh struktur modal, ukuran perusahaan dan agency cost terhadap kinerja perusahaan, serta pengaruh tidak langsung struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan melalui agency cost sebagai intervening variable. Variabel Struktur modal diproksi dengan debt to equity ratio (DER), variabel ukuran perusahaan diproksi dengan logaritma natural dari jumlah aset (\ln total aset), variabel agency cost diproksi dengan rasio discretionary expense terhadap penjualan bersih dan variabel kinerja keuangan diproksi dengan return on equity (ROE). Model analisis yang digunakan adalah analisis jalur. Hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Terdapat pengaruh signifikan positif struktur modal terhadap agency cost dan pengaruh signifikan negatif ukuran perusahaan terhadap agency cost.
- Tidak terdapat pengaruh signifikan struktur modal, ukuran perusahaan dan agency cost terhadap kinerja perusahaan.
- Tidak terdapat pengaruh tidak langsung struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan melalui agency cost sebagai intervening variable.

Selanjutnya Triwulan & Wahidahwati (2012) melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh corporate governance dan keputusan keuangan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Analisis data menggunakan analisis jalur dengan variabel intervening kebijakan dividen dan pengambilan sampel dilakukan secara purposive sampling dengan populasi seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2012 dengan kriteria sampel adalah jumlah perusahaan yang tercatat di BEI sampai tahun 2012 dan perusahaan yang membagikan dividen, dan dividen yang diumumkan adalah dividen kas selama tahun 2008-2012. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa (1) keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (2) keputusan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, (3) keputusan pendanaan berpengaruh

positif terhadap nilai perusahaan, (4) keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (5) kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (6) kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, (7) kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, (8) ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (9) kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (10) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, (11) ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Prapaska & Mutmainah (2012) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan yang dinilai dari nilai sahamnya di pasar modal. Sampel yang digunakan sebanyak 44 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang telah dipublikasikan laporan keuangannya dari tahun 2009-2010. Dengan menggunakan metode analisis regresi berganda untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen secara simultan terhadap nilai perusahaan, penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas, keputusan investasi dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sedangkan variabel keputusan pendanaan berpengaruh negatif pada nilai perusahaan.

Sartini dan Purbawangsa (2014) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, serta Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”. Tujuan penelitian ini untuk mengetahui pengaruh keputusan investasi, kebijakan dividen, serta keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan manufaktur. Variabel exogenous/keputusan investasi terdiri dari price earning ratio (PER), Tobin’s Q dan return on asset (ROA). Variabel endogenous yaitu a. kebijakan dividen terdiri dari dividend payout ratio (DPR), dividend yield (DY) dan earning per share (EPS), b. keputusan pendanaan yang terdiri dari debt to asset ratio (DAR), debt to equity ratio (DER), long term debt to equity ratio (LDR), c. nilai perusahaan yang terdiri dari price book value (PBV), price earning ratio (PER) dan market book value (MBV). Penelitian dilakukan di BEI dengan periode penelitian tahun 2009-2011 dengan sampel penelitian berjumlah 20 perusahaan. Model analisa yang digunakan adalah path analysis. Hasil penelitian ini sebagai berikut :

- Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen
- Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
- Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
- Keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
- Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Aprianto dan Arifah (2014) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan”. Model analisis yang digunakan dalam penelitian adalah regresi berganda. Hasil penelitian adalah sebagai berikut :

- Keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan struktur kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
- Kebijakan dividen dan struktur kepemilikan manajerial berpengaruh negatif tidak signifikan

Selanjutnya Karunia & Nuryana (2015) melakukan penelitian menguji pengaruh kebijakan struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan dan implikasi terhadap nilai perusahaan. Sampel berjumlah 14 perusahaan yang terdaftar pada Indonesian Most Trusted Companies 2013 yang diambil dengan purposive sampling dengan periode pengamatan tahun 2009-2013. Dengan menggunakan teknik analisis data Analisis Jalur (path analysis), menunjukkan hasil bahwa kebijakan struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja keuangan, kebijakan struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan positif nilai perusahaan, kinerja keuangan berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, kebijakan struktur modal berpengaruh signifikan negative terhadap kinerja keuangan dan implikasinya terhadap nilai perusahaan, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan dan implikasinya terhadap nilai perusahaan.

Hasnawati & Sawir (2015) melakukan penelitian untuk menemukan bukti empiris pengaruh keputusan keuangan, ukuran perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Dengan sampel sebanyak 78 perusahaan publik dan 1084 data dari tahun 1992-2008. Model yang digunakan dalam penelitian adalah multiple regression (regresi berganda) dan hasilnya menjelaskan bahwa ukuran perusahaan dan keputusan tidak membayar dividen merupakan variabel yang paling mempengaruhi nilai perusahaan. Selain itu, kebijakan tidak membayar dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Isbanah (2015) melakukan penelitian empiris untuk mengamati pengaruh ESOP, leverage dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan baik secara simultan maupun parsial. Kinerja keuangan diukur dengan return on aset (ROA), return on investment (ROE) serta net profit margin (NPM). Sampel yang digunakan dalam penelitian adalah perusahaan-perusahaan non keuangan yang listing di Bursa Efek Indonesia serta menggunakan ESOP pada periode 2010-2013 dengan metode analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa simultan variabel ESOP, leverage serta ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA dan NPM, tetapi tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE. Ukuran perusahaan berpengaruh secara negative terhadap ROE. ESOP dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap NPM.

Mardiyati dan Ahmad (2015) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan pada Sektor Manufaktur Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI Periode 2010-2013. Hasil penelitian adalah sebagai berikut :

- Keputusan investasi, ukuran perusahaan dan Profitabilitas secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.
- Keputusan Pendanaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
- Secara simultan keputusan investasi, keputusan pendanaan, profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Odalo, Achoki & Njuguna (2016) meneliti tentang hubungan ukuran perusahaan dan kinerja perusahaan pada 7 perusahaan agrobisnis yang terdaftar di Kenya dari periode 2003 sampai 2013. Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan total aset (Log dari nilai buku total aset) dan kinerja keuangan diukur dengan ROA(return on asset), ROE(return on equity) dan EPS (earning per share). Dengan menggunakan model analisis regresi, hasil penelitian menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap ketiga indikator kinerja keuangan dimana perusahaan besar memiliki keunggulan bersaing (competitive advantage) dibanding perusahaan kecil.

Pratiwi et al.(2016) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan”. Hasil penelitian ini adalah struktur modal dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3.1 Hubungan Keputusan Investasi dengan Struktur Modal

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2006 : 325) Interaksi keputusan investasi dengan keputusan pendanaan menyangkut analisis terhadap profitabilitas investasi apabila dibiayai dengan utang dan modal sendiri (struktur modal). Semakin tinggi IRR (Internal Rate of Return) hingga melebihi biaya modal rata-rata tertimbang mengindikasikan bahwa proyek tersebut menguntungkan apabila investor menginvestasikan sejumlah dana pada proyek tersebut. Keputusan investasi yang dilakukan perusahaan akan menghasilkan laba yang optimal apabila dibiayai oleh utang dan modal sendiri dengan komposisi yang optimal. Pilihan investasi yang dilakukan oleh perusahaan merupakan kesempatan perusahaan untuk berkembang, namun tidak semua kesempatan investasi dapat diperoleh oleh perusahaan. Perusahaan yang tidak mampu memanfaatkan kesempatan investasi yang ada akan mengalami pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan kehilangan peluang investasi (Rhakimsyah dan Gunawan, 2011).

Penelitian yang dilakukan oleh Khanqah (2013) mengenai hubungan antara keputusan investasi dan keputusan pembiayaan (struktur modal) menemukan bahwa dalam kondisi ketidakpastian yang rendah, terdapat hubungan positif antara keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Franklin dan Muthusamy (2011) melakukan penelitian mengenai dampak keputusan pendanaan terhadap keputusan investasi perusahaan. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa financial leverage berpengaruh positif terhadap tingkat investasi. Nadhiroh (2013) melakukan penelitian mengenai studi empiris keputusan-keputusan dividen, investasi dan pendanaan eksternal pada perusahaan-perusahaan Indonesia yang go public di Bursa Efek Indonesia menghasilkan kesimpulan yaitu keputusan investasi dan keputusan pendanaan eksternal memiliki hubungan sebab akibat dua arah yang negatif. Hasil penelitian Sartini dan Purbawangsa (2014 : 81-90) mengenai pengaruh keputusan investasi, kebijakan dividen, serta keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan manufaktur menyimpulkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan pendanaan, mengindikasikan bahwa semakin tinggi keputusan investasi yang diambil perusahaan maka terjadi kecenderungan semakin tinggi perusahaan menggunakan sumber pendanaan eksternal perusahaan pada kondisi tingkat pajak yang tinggi.

3.2 Hubungan Keputusan Investasi dengan Kebijakan Dividen

Keputusan investasi merupakan ketetapan yang dibuat oleh pihak perusahaan dalam membelanjakan dana yang dimilikinya dalam bentuk asset tertentu dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang (Nahtiroh, 2013). Perusahaan yang memilih untuk memanfaatkan peluang investasi akan menggunakan sebagian dana dari laba ditahan untuk berinvestasi. Pilihan tersebut akan mempengaruhi kebijakan dividen yang akan diambil oleh perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Samuel dan Gbegi (2010) mengenai kebijakan dividen, kendala likuiditas dan investasi perusahaan di Nigeria menyimpulkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Nahtiroh (2013) menemukan bahwa terjadi independensi hubungan antara keputusan investasi terhadap kebijakan dividen.

Ardestani et al. (2013) melakukan penelitian mengenai kebijakan dividen, set peluang investasi, dan pembiayaan perusahaan di sektor industry produk Malaysia menyimpulkan bahwa peluang investasi memiliki hubungan positif dan signifikan dengan kebijakan pembayaran dividen. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Nizar (2008) mengenai faktor yang mempengaruhi keputusan dividen perusahaan menyatakan bahwa peluang investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil penelitian Sartini dan Purbawangsa (2014 : 81-90) menyimpulkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, mengindikasikan bahwa semakin tinggi keputusan investasi yang diambil perusahaan maka terjadi kecenderungan perusahaan akan membagikan dividen lebih besar.

3.3 Hubungan Keputusan Investasi dengan Ukuran Perusahaan

Perusahaan besar cenderung memiliki kondisi keuangan yang lebih stabil dibandingkan perusahaan kecil. Kestabilan tersebut menarik investor untuk memiliki saham perusahaan di pasar modal, sehingga investor memiliki ekspektasi yang positif terhadap perusahaan besar (Mardiyati dan Ahmad, 2015). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap investasi dan sebaliknya setiap keputusan investasi akan berpengaruh terhadap ukuran perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Yuko Kinoshita (2008) mengenai hubungan keputusan investasi dengan ukuran perusahaan menghasilkan kesimpulan bahwa di suatu Negara dalam hal ini Negara Jepang bahwa perusahaan atau investor ketika akan mengambil keputusan investasi maka yang menjadi tolok ukurnya adalah ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan yang berbeda akan berpengaruh terhadap keputusan investasi. Senada dengan Yuko Kinoshita, penelitian yang dilakukan oleh Almas Heshmati dan Hans Lööf (2008) menghasilkan adanya hubungan yang positif antara keputusan investasi dengan ukuran perusahaan, ukuran perusahaan yang semakin besar akan meningkatkan investor untuk berinvestasi karena dianggap akan menguntungkan.

3.4 Hubungan Struktur Modal dengan Kebijakan Dividen

Perusahaan yang menerapkan kebijakan dividen stabil cenderung untuk tidak menurunkan pembayaran dividen kepada para pemegang saham walaupun laba yang diperoleh perusahaan mengalami penurunan. Kebijakan tersebut akan berdampak terhadap penurunan laba ditahan perusahaan yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Penurunan laba ditahan berdampak terhadap penurunan sumber pendanaan internal perusahaan. Penurunan sumber pendanaan internal menyebabkan peningkatan penggunaan sumber pendanaan eksternal.

Kebijakan dividen merupakan suatu ketetapan yang diambil oleh pihak manajemen perusahaan dalam membagi keuntungan perusahaan kepada para pemegang sahamnya, namun tetap memperhatikan alokasi laba ditahan sebagai dana internal untuk melakukan reinvestasi guna memaksimalkan nilai perusahaan (Nahdiroh, 2013). Kebijakan dividen yang tinggi akan mengurangi porsi laba yang akan ditahan perusahaan. Laba ditahan merupakan sumber pendanaan internal perusahaan. Sumber pendanaan internal yang kecil akan menyebabkan perusahaan mencari sumber pendanaan eksternal untuk mencukupi kebutuhan pendanaan perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Patra (2008) mengenai hubungan antara keputusan pendanaan, keputusan investasi, cash dividend, dan produktifitas pasar saham agregat di Taiwan dan Cina menyimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap keputusan pendanaan. Nahdiroh (2013) melakukan penelitian mengenai studi empiris keputusan-keputusan dividen, investasi dan pendanaan pada perusahaan-perusahaan Indonesia yang go public di Bursa Efek Indonesia menemukan bahwa kebijakan dividen tidak signifikan dalam menentukan tingkat pendanaan eksternal. Penelitian yang dilakukan oleh Ardestani et al.(2013) mengenai kebijakan dividen, set peluang investasi, dan pembiayaan perusahaan di sektor industri produk Malaysia menemukan bahwa keputusan keuangan perusahaan memiliki hubungan negatif dengan kebijakan pembayaran dividen.

Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan pendanaan (struktur modal), mengindikasikan bahwa semakin tinggi perusahaan membagikan dividen, maka terjadi kecenderungan perusahaan menggunakan modal asing lebih besar dibandingkan penggunaan modal sendiri (Sartini dan Purbawangsa, 2014 : 81-90). Vo dan Nguyen (2014 : 274-284) dalam penelitiannya menemukan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara pendanaan dengan kebijakan dividen.

3.5 Hubungan Struktur Modal dengan Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan kebijakan hutangnya (Marjohan, 2014). Perusahaan besar di antaranya memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur.

Hasil dari banyak studi menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan menjadi faktor penting dalam penentu struktur modal, dan banyak studi menemukan bahwa perusahaan yang besar lebih banyak menggunakan hutang daripada perusahaan kecil (Chen dan

Strange, 2006). Hal ini dikarenakan semakin besar perusahaan, maka lebih memiliki arus kas yang lebih stabil, yang dapat mengurangi risiko dari penggunaan hutang. Selain itu, menurut Elsas dan Florysiak (2008), perusahaan besar memiliki default risk yang lebih rendah dan memiliki probabilitas kebangkrutan yang lebih rendah daripada perusahaan kecil, sehingga menurut hipotesis trade-off theory, semakin besar perusahaan maka perusahaan dapat memakai hutang lebih banyak, ini terkait rendahnya risiko perusahaan besar. Rendahnya risiko perusahaan juga akan menyebabkan biaya hutang perusahaan besar juga lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil, sehingga akan mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang lebih banyak lagi (Song, 2005).

Indrajaya et al. (2011) melakukan penelitian terhadap sampel saham sektor pertambangan di Bursa Efek Indonesia selama periode 2004-2007, hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh Indrawati dan Suhendro (2006) membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Menurut Abdul Halim (2007:93), semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal asing juga akan semakin besar. Hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya dan salah satu alternatif pemenuhannya adalah dengan modal asing apabila modal sendiri tidak mencukupi.

3.6 Hubungan Kebijakan Dividen dengan Ukuran Perusahaan

Ada kecenderungan yang nyata dan berpola antara ukuran perusahaan dan besar kecilnya rasio pembayaran dividen (Gumanti, 2013). Perusahaan yang secara ekonomi dikelompokkan sebagai perusahaan besar, biasanya diukur dengan tingkat kapitalisasi pasar sahamnya, secara rata-rata memiliki rasio pembayaran dividen lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Selain itu ada bukti yang kuat bahwa perusahaan dengan ciri asset tetap tinggi (tangible assets) memiliki rasio pembayaran dividen lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan ciri asset tidak nyata (intangible assets) tinggi. Perusahaan dengan pertumbuhan asset tinggi lebih suka menahan labanya dalam bentuk laba ditahan daripada membaginya dalam bentuk dividen. Rasio pembayaran dividen akan meningkat seiring dengan semakin mapannya perusahaan tersebut. Selain itu, ada bukti yang kuat bahwa perusahaan yang beroperasi dengan peraturan yang ketat (regulated firms).

Denis dan Osobov (2008), dalam studi mereka pada enam negara besar, yaitu Amerika Serikat, Inggris, Kanada, Jerman, Perancis dan Jepang, menemukan bahwa salah satu faktor penentu pembayaran dividen adalah ukuran perusahaan. Damodaran (2014) menyebutkan bahwa perusahaan yang sudah mapan akan memiliki kelebihan dana sehingga mereka tidak memiliki masalah yang serius jika harus membagi sebagian besar keuntungan yang diperolehnya dalam bentuk dividen, bahkan sangat mungkin bahwa perusahaan mengambil kebijakan dengan melakukan pembelian kembali saham-sahamnya yang ada di pasar (outstanding stocks).

Penelitian lainnya (Crutchley dan Hansen dalam Triwulan dan Wahidahwati 2012) menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen, sehingga bagi perusahaan yang termasuk memiliki ukuran yang besar akan memiliki dividen yang tinggi.

3.7 Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Kinerja Keuangan

Investasi yang dilakukan perusahaan sering kali memberikan peluang bagi perusahaan untuk meningkatkan keunggulan bersaingnya. Peluang investasi yang dilakukan dengan pertimbangan yang tepat dapat semakin meningkatkan kinerja perusahaan. Sebaliknya, peluang investasi yang tidak dimanfaatkan secara tepat justru akan menyebabkan kerugian (penurunan kinerja) bagi perusahaan. Penelitian Sincar et al (2000) menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan antara investasi dan kinerja perusahaan. Berbeda dengan hasil penelitian Soejono (2010) yang menyatakan keputusan investasi tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan. Dewi dan Suardana (2015) dalam penelitiannya menemukan bahwa keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan melalui kinerja keuangan .

3.8 Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan

Untuk melakukan investasi, maka diperlukan sejumlah dana, sehingga keputusan pendanaan (struktur modal) menjadi bagian tak terpisahkan dari perusahaan. Keputusan pendanaan perusahaan menyangkut keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan (Husnan, 2010). Keputusan pendanaan mempertimbangkan penentuan sumber dana, apakah berasal dari internal atau eksternal perusahaan sehingga erat kaitannya dengan struktur modal . Setiap penggunaan dana akan memunculkan resiko berupa biaya modal (cost of capital. Struktur modal yang optimum memiliki proporsi hutang jangka panjang dan modal sendiri yang seimbang (Trade-Off) dengan biaya modal rata-rata minimal.

Ross dalam Husnan (2010) menegaskan bahwa struktur modal perusahaan adalah sinyal disebarkan oleh manajer untuk mengkarakterisasi jenis perusahaan mereka.

Mahmoudi et al (2013) menemukan bahwa ada hubungan negatif yang signifikan antara struktur modal dan kinerja perusahaan dalam perusahaan kinerja rendah. Cassar dan Holmes (2003) menemukan hubungan negatif antara profitabilitas dan kedua hutang jangka panjang dan rasio hutang jangka pendek. Selanjutnya Rajan dan Zingales dan Wald dalam N Eriotis (2007) juga mengkonfirmasi signifikan negative korelasi antara profitabilitas dan leverage dalam karya-karya mereka. Hal yang sama juga ditemukan oleh Amidu (2007) yang menyelidiki faktor-faktor penentu struktur modal bank di Ghana dan menemukan hubungan signifikan negative antara total hutang dan profitabilitas. Demikian halnya dengan penelitian Mireku et al (2014:151-160) membuktikan bahwa struktur modal perusahaan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan mereka. Banyak langkah-langkah dari kinerja keuangan berkorelasi negatif dengan leverage keuangan. Artinya, perusahaan dengan kurang hutang di Ghana memiliki margin keuntungan yang tinggi dan kinerja keuangan yang baik. Penelitian ini menetapkan bahwa nilai pasar struktur modal memiliki hubungan yang lebih kuat dengan kinerja keuangan dibandingkan dengan nilai buku. Oleh karena itu harus mempertimbangkan terlebih dahulu, penggunaan nilai pasar dalam studi tentang struktur modal.

Sebaliknya Petersen dan Rajan (2009) menemukan hubungan positif dan signifikan antara profitabilitas dan rasio hutang dalam studi yang dirancang untuk menyelidiki hubungan. Demikian juga menurut Champion (2009) bahwa perusahaan dapat menggunakan lebih banyak hutang untuk meningkatkan kinerja keuangan mereka karena kemampuan hutang menyebabkan manajer untuk meningkatkan produktivitas untuk menghindari kebangkrutan.

3.9 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Keuangan

Peningkatan pembayaran dividen sering ditafsirkan sebagai keyakinan manajemen akan membaiknya prospek dan kinerja keuangan di masa mendatang (Pettit, 2007).

Menurut Rozeff dalam Rahmadhana dan Yendrawati (2012 : 25-36), dividen mengandung informasi atau sebagai isyarat akan prospek perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, dapat diartikan oleh investor sebagai sinyal harapan manajemen tentang membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Rozeff (1982) juga menunjukkan bahwa semakin banyak dividen yang ingin dibayarkan oleh perusahaan, semakin besar kemungkinan berkurangnya laba ditahan, sehingga perusahaan harus mencari biaya eksternal untuk melakukan investasi baru. Akibatnya, pembayaran dividen menjadi mahal karena meningkatnya kebutuhan untuk menambah modal eksternal yang lebih mahal sehingga berpengaruh pada kinerja keuangan.

Teori keagenan Jensen dan Meckling (2007) berpendapat bahwa dividen akan mengurangi konflik antara agents dan principals. Menurut Rozeff (2008), dividen dapat digunakan untuk mengurangi equity agency cost. Menurut Pramastuti (2007) dalam Rahmadhana dan Yendrawati (2012: 25-36), jika manajemen memutuskan untuk membagi dividen, ia harus memiliki keyakinan bahwa perusahaannya akan memiliki profitabilitas yang baik di masa yang akan datang. Dari sudut pandang investor, salah satu indikator penting untuk menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang adalah dengan melihat dividen yang dibayarkan. Jika perusahaan bisa memperoleh laba yang semakin besar, maka secara teoritis perusahaan akan mampu membagikan dividen yang makin besar. Dengan membagikan dividen yang besar, akan menarik para investor berinvestasi karena mereka melihat bahwa perusahaan tersebut memiliki laba yang cukup untuk membayar tingkat keuntungan yang disyaratkannya. Hal tersebut menjadi indikator bahwa masa depan perusahaan cukup menjanjikan, dengan kata lain, profitabilitas perusahaan akan semakin membaik di masa depan perusahaan cukup menjanjikan, dengan kata lain, profitabilitas perusahaan akan membaik di masa depan.

Menurut Lintner (2005), kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan indikator utama kemampuan perusahaan untuk membayar dividen, sehingga profitabilitas sebagai faktor penentu terpenting terhadap dividen.

3.10 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan

Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan bukan jaminan bahwa perusahaan akan memiliki kinerja yang baik.

Dalam penelitian Fachrudin (2011: 37-46) dalam industri dasar dan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan baik secara langsung maupun tidak langsung.

Huang dalam Isbanah (2015:28-41) serta Talebria et al.(2010) dalam penelitian mereka juga menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Sedangkan pada penelitian Lin (2006) serta Wright et al. (2009) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Odalo et al. (2016 : 34-40) dalam penelitiannya menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan.

3.11 Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan

Banyak penelitian yang memeriksa pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan di antaranya Ervinta dan Zaroni (2013) yang menyatakan bahwa semakin baik kinerja keuangan akan tercermin dari besarnya EVA. Nilai EVA yang positif berarti manajemen perusahaan telah berhasil memaksimalkan nilai perusahaan dan kinerja keuangan perusahaan mengalami peningkatan. Kinerja keuangan yang meningkat akan sejalan dengan peningkatan laba perusahaan. Semakin besar laba perusahaan, dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham juga cenderung meningkat. Hal ini akan menarik minat para investor untuk menanamkan modal pada perusahaan yang memiliki nilai EVA positif sehingga harga saham perusahaan akan meningkat. Demikian juga menurut Chandra (2006 : 389) hasil penelitian menunjukkan nilai perusahaan akan lebih meningkat lagi jika kinerja keuangan perusahaan juga bisa meningkat.

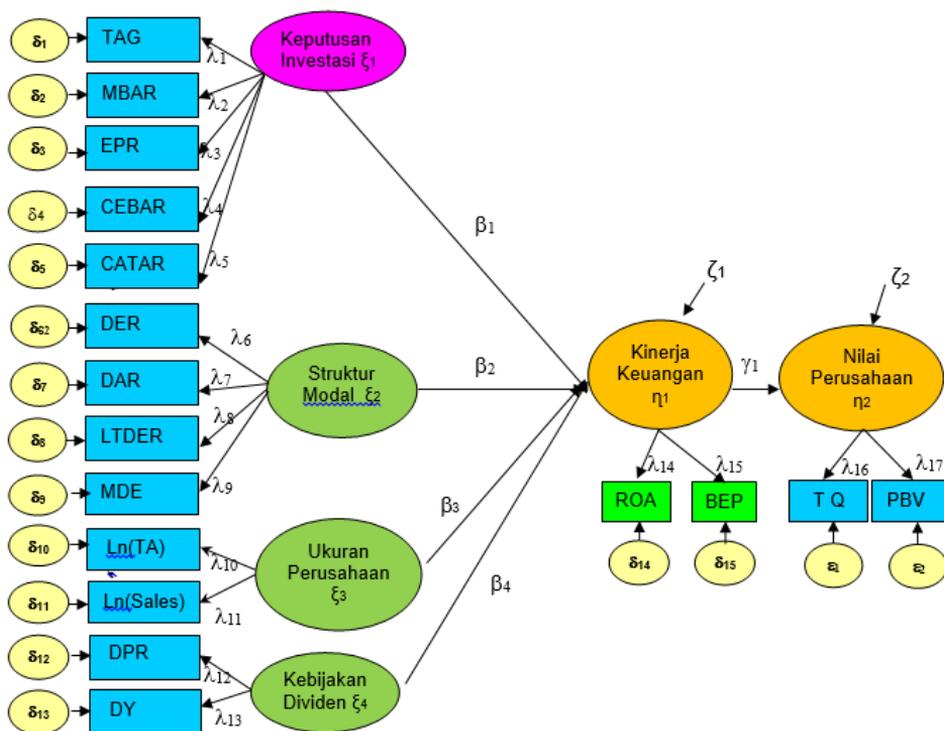
Menurut penelitian Sasongko dan Wulandari (2006), yang meneliti pengaruh EVA dan rasio profitabilitas antara lain ROA, ROE, ROS, EPS, BEP terhadap harga saham didapat hasil bahwa hanya EPS yang mempunyai pengaruh terhadap harga saham, artinya EPS dapat digunakan untuk menentukan nilai perusahaan, sedangkan ROA, ROE, ROS, BEP dan EVA tidak berpengaruh terhadap harga saham yang berarti tidak dapat digunakan untuk menentukan nilai perusahaan.

Hal sama yang juga ditunjukkan oleh penelitian Indahwati (2004), dimana kinerja keuangan perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa dalam kondisi krisis nilai perusahaan atau harga saham tidak ditentukan oleh kondisi kinerja keuangan perusahaan. Demikian juga penelitian Sugihen (2003) menemukan bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh secara negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Landasan Teori digunakan untuk mengupas keseluruhan permasalahan yang menjadi obyek dalam penelitian ini. Urutan penulisan dimulai dari teori umum (Grand Theory) yaitu teori manajemen dan teori organisasi. Teori selanjutnya adalah teori perilaku organisasi dan teori manajemen keuangan sebagai teori penghubung (middle range theory). Teori aplikasi (applied theory) yang digunakan adalah teori mengenai keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, kinerja keuangan dan nilai perusahaan perusahaan go public.

4. Analisis Data

Analisis data dalam penelitian ini akan dilakukan melalui dua tahap. Tahap pertama adalah tahap measurement model untuk mengukur indikator-indikator yang membentuk sebuah faktor atau variabel laten baik untuk variabel independen maupun variabel dependen. Dalam konteks penelitian ini pengukuran relatif indikator variabel dalam hal ini rasio keuangan perusahaan untuk menjelaskan keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, kinerja keuangan dan nilai perusahaan sebagai variabel laten dan menjelaskan kemampuan indikator membentuk variabel laten yang disebut faktor loading (how the observed variables load on to each latent variable). Tahap kedua Membuat permodelan structural yang menggambarkan hubungan-hubungan yang dihipotesiskan antar faktor/variabel, yang menjelaskan sebuah kausalitas. Penelitian ini akan melihat pengaruh variabel laten (keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan) terhadap variabel laten (kinerja keuangan dan nilai perusahaan) baik secara langsung maupun tidak langsung.



Gambar 1

Path diagram yang menjelaskan hubungan antar variabel penelitian

4.1 Model Analisis

Model penelitian yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah Structural Equation Modeling (SEM). SEM digunakan dalam penelitian ini karena mempunyai kemampuan untuk mengkonfirmasi dimensi-dimensi atau indikator-indikator sebuah konsep dari variabel laten, sekaligus dapat mengukur hubungan antar variabel yang telah didukung teori dan penelitian empiris sebelumnya. Model penelitian yang digunakan merupakan pengembangan dan eksplorasi dari beberapa hasil penelitian sebelumnya. Dalam penelitian ini, variabel keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, kinerja keuangan dan nilai perusahaan lebih mencerminkan variabel laten yang tidak dapat diamati secara langsung. Variabel tersebut menyangkut perilaku manajemen dalam keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan dan memiliki banyak indikator. Nilai indikator variabel yang dihasilkan akibat mekanisme fundamental perusahaan, dimana semua indikator variabel tersebut merupakan efek dari variabel laten. Sebab dan akibat dari unobservable variable terdapat (exists) indikator yang dapat diamati/diukur seperti rasio keuangan (Chiarella et al, 1992 dalam Ernayani, 2015). Penelitian yang membuat sejumlah indikator variabel untuk membentuk setiap variabel laten akan menghasilkan suatu ukuran yang lebih baik.

LISREL (Linier Structural Relationship) model ditemukan Joreskog & Sorbom (1974) dalam Haryono (2017), yang mula-mula menerapkan pada structural equation modelling. LISREL memiliki kemampuan untuk 1) mengestimasi koefisien yang tidak diketahui dari suatu himpunan dari suatu persamaan structural linier, 2) Accommodate models untuk variabel laten, 3) mengakomodasi kesalahan pengukuran pada dependen dan independen variabel, 4) mengukur pengaruh langsung dan tidak langsung variabel independen terhadap variabel dependen, dan 5) mengakomodasi hubungan sebab akibat yang sifatnya resiprokal, simultan, dan interdependensi. η (eta) variabel laten endogen dalam penelitian ini adalah keputusan pendanaan, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, kinerja keuangan dan nilai perusahaan, dan ξ (xi) variabel laten eksogen adalah keputusan investasi.

Asumsi penggunaan structural equation model yang penting untuk diperhatikan adalah sebagai berikut:

1. Penggunaan SEM mensyaratkan minimum memiliki data skala ordinal. Data yang digunakan dalam penelitian ini memiliki skala rasio. Jika ditinjau dari data penelitian yang memiliki skala rasio, maka diharapkan akan memberi hasil yang lebih baik.
2. Ukuran sampel yang cukup besar. Ukuran sampel yang digunakan sebaiknya berjumlah minimum 100 atau 5 observasi untuk setiap parameter yang diestimasi (Hair et al 2008).
3. Data terdistribusi dengan normal didasarkan pada central limit theorem, yang mengatakan bahwa selama ukuran sampel diambil relatif besar, maka distribusi penyampelan akan mendekati normal. Ukuran sampel dapat dikatakan cukup besar jika mempunyai ukuran 30 atau lebih (Roscoe, 1982 dalam Sugiyono 2011). Berdasarkan asumsi tersebut data yang digunakan dalam penelitian ini sudah terdistribusi normal karena memiliki jumlah data lebih dari 30 perusahaan.

4.2 Persamaan Struktural dan Spesifikasinya

Structural equation model yang menyatakan hubungan antar variabel dalam penelitian ini dapat dijelaskan melalui persamaan (menggunakan notasi LISREL) sebagai berikut:

$$\eta_1 = \beta_1 \xi_1 + \beta_2 \xi_2 + \beta_3 \xi_3 + \beta_4 \xi_4 + \zeta_1$$

$$\eta_2 = \gamma_1 \eta_1 + \zeta_2$$

dimana:

- ξ_1 = Variabel laten eksogen keputusan Investasi
- ξ_2 = Variabel laten eksogen struktur modal
- ξ_3 = Variabel laten eksogen ukuran perusahaan
- ξ_4 = Variabel laten eksogen kebijakan dividen
- η_1 = Variabel laten endogen kinerja keuangan
- η_2 = Variabel laten endogen nilai perusahaan
- γ (gamma) = Koefisien regresi terstandar yang menjelaskan besarnya pengaruh variabel laten eksogen terhadap variabel laten endogen
- β (beta) = Koefisien regresi terstandar yang menjelaskan pengaruh variabel laten endogen terhadap variabel laten endogen lainnya
- ζ (zeta) = Vektor kekeliruan pengukuran
- λ (lamda) = Loading factor yang menjelaskan kemampuan observed variable untuk setiap variabel laten.

Spesifikasi model merupakan suatu model yang akan menjelaskan tentang setiap variabel laten yang merupakan kombinasi linier secara random sejumlah indikator/dimensi sebagai berikut:

1. Keputusan investasi (ξ_1)

$$\text{Total assets growth (1)} = \lambda_1 \xi_1 + \delta_1$$

$$\text{Market to book value of assets (2)} = \lambda_2 \xi_1 + \delta_2$$

$$\text{Earnings to price ratio (3)} = \lambda_3 \xi_1 + \delta_3$$

$$\text{Ratio cap expenditure to BVA (4)} = \lambda_4 \xi_1 + \delta_4$$

$$\text{Current assets to total assets (5)} = \lambda_5 \xi_1 + \delta_5$$

Dimana:

(1) – (5) = merupakan indikator keputusan investasi baik actual maupun kesempatan investasi di masa yang akan datang. yang terdiri dari total assets growth, market to book value assets ratio, earnings to price ratio, ratio capital expenditure to book value assets, dan current assets to total assets.

$$\lambda_1 - \lambda_5 = \text{loading factor}$$

$$\delta_1 - \delta_5 = \text{error term}$$

2. Keputusan Pendanaan (ξ_2)

$$\text{Book debt to equity ratio (6)} = \lambda_6 \xi_2 + \delta_6$$

$$\text{Book debt to assets ratio (7)} = \lambda_7 \xi_2 + \delta_7$$

$$\text{Long term market debt ratio (8)} = \lambda_8 \xi_2 + \delta_8$$

$$\text{Market debt equity ratio (9)} = \lambda_9 \xi_2 + \delta_9$$

Dimana:

(6) – (9) = Merupakan indikator keputusan pendanaan yang dilakukan perusahaan terdiri dari empat rasio, yaitu Book debt to equity ratio, book debt to assets ratio, long term market debt ratio, dan market debt equity ratio.

$$\lambda_6 - \lambda_9 = \text{Loading factor}$$

$$\delta_6 - \delta_9 = \text{Error term}$$

3. Kebijakan Dividen (ξ_3)

$$\text{Dividend payout ratio (10)} = \lambda_{10} \xi_3 + \delta_{10}$$

$$\text{Dividend yield (11)} = \lambda_{11} \xi_3 + \delta_{11}$$

Dimana:

(10)–(11)= merupakan indikator kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan yang terdiri dari dua rasio, yaitu dividend pay out ratio, dan dividend yield.

$$\lambda_{10} - \lambda_{11} = \text{Loading factor}$$

$$\delta_{10} - \delta_{11} = \text{Error term}$$

4. Ukuran Perusahaan (ξ_4)

$$\text{Size Total Aset (12)} = \lambda_{12} \xi_4 + \delta_{12}$$

$$\text{Size Sales (13)} = \lambda_{13} \xi_4 + \delta_{13}$$

Dimana:

(12)–(13)= merupakan indikator ukuran perusahaan yang terdiri dari dua rasio, yaitu Total Assets dan Sales.

$$\lambda_{12} - \lambda_{13} = \text{Loading factor}$$

$$\delta_{12} - \delta_{13} = \text{Error term}$$

5. Kinerja Keuangan (η_1)

$$\text{Return on Assets (Y1)} = \lambda_{11} \eta_1 + \varepsilon_{14}$$

$$\text{Economics Value Added (Y2)} = \lambda_{12} \eta_1 + \varepsilon_{15}$$

$$\text{Basic Earning Power (Y3)} = \lambda_{13} \eta_1 + \varepsilon_{16}$$

Dimana:

Y1 – Y3 = Merupakan indikator kinerja keuangan yang terdiri dari tiga indikator, yaitu Return on Assets, Economic Value Added dan Basic Earning Power.

$$\lambda_{11} - \lambda_{13} = \text{Loading factor}$$

$$\varepsilon_{11} - \varepsilon_{13} = \text{Error term}$$

6. Nilai Perusahaan (η_2)

$$\text{Tobin's Q (Z1)} = \lambda_{14} \eta_2 + \varepsilon_{17}$$

$$\text{PBV (Z2)} = \lambda_{15} \eta_2 + \varepsilon_{18}$$

Dimana:

$Z1 - Z2$ = Merupakan indikator nilai perusahaan yang terdiri dari dua indikator, yaitu Tobin's Q dan PBV.

$\lambda_{14}-\lambda_{15}$ = Loading factor

$\varepsilon_{14}-\varepsilon_{15}$ = Error term

4.3 Analisis Faktor untuk Tahap Model Pengukuran

Untuk memutuskan suatu indikator masuk dalam satu variabel dapat diketahui melalui nilai loading-nya atau lambda value (λ). Untuk menginterpretasikan apakah suatu indikator mampu dan bermakna menjelaskan variabel laten, maka dilakukan melalui kriteria sebagai berikut:

- (1) Pendekatan rule of thumb menurut Bachrudin&Tobing dalam Hasnawati dan Sawir (2015), suatu indikator dikatakan bermakna atau berarti (signifikan) apabila memiliki nilai loading lebih dari +0,30, dan dikatakan lebih bermakna apabila memiliki nilai loading lebih besar dari +0,40, serta dikatakan sangat bermakna apabila memiliki nilai loading lebih besar dari +0,50.
- (2) Pendekatan signifikansi korelasi sederhana biasa, dengan taraf arti 5% dan 1% masing-masing nilai loading paling sedikit + 0,19 dan + 0,26 untuk ukuran sampel paling sedikit 100. Untuk ukuran sampel minimal 200, maka nilai loading untuk taraf arti tersebut paling sedikit + 0,14 dan + 0,18. Dan untuk ukuran sampel paling sedikit 300 maka nilai loading yang disyaratkan paling sedikit + 0,11 dan + 0,15.

4.4 Analisis Kesesuaian Model Struktural

Model struktural baik untuk digunakan apabila, model yang diusulkan sesuai dengan data. Evaluasi terhadap kinerja model tersebut dilakukan secara menyeluruh (overall test), melalui beberapa alat uji seperti khi-kuadrat untuk uji secara inferensial. Goodness of fit indices (GFI) dan adjusted goodness of fit indices (AGFI), untuk melakukan uji kesesuaian secara deskriptif.

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan populasi dan ditujukan untuk melihat pengaruh satu variabel (eksogen/endogen) terhadap variabel endogen lainnya, bukan untuk pembentukan model estimasi. Atas dasar asumsi tersebut maka uji kesesuaian model tidak dilakukan. Begitu juga dengan uji estimasi, uji F (Fisher) dan uji t. Penelitian ini hanya melihat besarnya pengaruh variabel, yang dilihat melalui positif dan negatifnya koefisien parameter gamma (γ) yang menjelaskan besarnya pengaruh variabel laten eksogen terhadap variabel laten endogen. Dan beta (β) digunakan untuk melihat besarnya pengaruh variabel laten endogen terhadap variabel laten endogen lainnya.

4.5 Evaluasi Kriteria Goodness of Fit

Pada tahap ini akan dilakukan pengujian terhadap kesesuaian model melalui telaah terhadap berbagai criteria goodness of fit. Berikut ini disajikan beberapa indeks kesesuaian dan cut off value untuk menguji apakah sebuah model dapat diterima atau ditolak.

a. χ^2 - Chi Square Statistik

Model yang dianggap baik adalah apabila nilai chi-square nya rendah. Semakin kecil χ^2 semakin baik model tersebut, dan diterima berdasarkan probabilitas dengan cut off value sebesar $p > 0,05$ atau $p > 0,10$ (Hulland et al. dalam Ferdinand, 2006).

b. RMSEA (The Root Mean Square Error of Approximation)

RMSEA adalah sebuah indeks yang dipakai untuk mengkompensasi chi square statistik dalam sampel yang besar (Baugmgartner dan Homburg, 1996 dalam Ferdinand, 2006). Nilai RMSEA menunjukkan nilai goodness of fit yang dapat diharapkan nila model diestimasi dalam populasi (Hair et al, 1995 dalam Ferdinand 2006). Nilai RMSEA yang kecil atau sama dengan 0,08 merupakan indeks untuk dapat diterimanya model yang menunjukkan sebuah close fit dari model tersebut berdasarkan degree of freedom (Browne dan Cudeck dalam Ferdinand, 2006).

c. GFI (Goodness of Fit Index)

GFI merupakan ukuran relatif jumlah sampel varians dan kovarians dalam S (matriks kovarians data sampel) yang dijelaskan oleh Z (matriks kovarians populasi. Indeks kesesuaian (fit index) ini akan menghitung proporsi tertimbang dari varians dalam matriks kovarians sampel yang dijelaskan oleh matriks kovarians populasi yang terestimasi (Bentler, 1993; Tanaka dan Huba, 1989 dalam Ferdinand 2006). GFI merupakan ukuran non statistikal yang mempunyai rentang nilai antara 0 (poor fit) sampai dengan 1,0 (perfect fit). Nilai yang tinggi dalam indeks ini menjadi suatu better fit.

d. AGFI (Adjusted Goodness of Fit Index)

Tingkat penerimaan yang direkomendasikan adalah apabila AGFI memiliki nilai antara 0,80 sampai dengan 0,90 (Hair et al., 1995; Hulland et al, 1996 dalam Ferdinand 2006). Baik GFI maupun AGFI adalah kriteria yang memperhitungkan proporsi tertimbang dari varians dalam sebuah matriks kovarians sampel. Nilai sebesar 0,95 dapat diinterpretasikan sebagai tingkatan yang baik, sedangkan besaran nilai antara 0,90 – 0,95 menunjukkan tingkatan cukup (Hulland et al. 1996 dalam Ferdinand 2006).

e. CM/N (Chi Square)/DF

CMIN/DF merupakan the minimum sample discrepancy function yang dibagi dengan degree of freedom. CMIN/DF tidak lain adalah statistcic chi square (χ^2) dibagi dengan DF nya, yang disebut χ^2 relatif. Bilai χ^2 relatif kurang dari 2,0 atau 3,0 maka indikasi dari acceptabel fit antara model dan data (Arbuckle 1997 dalam Ferdinand, 2006).

f. NNFI (Non Normed Fit Index)

NNFI merupakan sebuah alternatif incremental fit index yang membandingkan sebuah model yang diuji terhadap sebuah baseline model (Baumgartner dan Homburg, 1996 dalam Ferdinand 2006). Nilai yang direkomendasikan sebagai

acuan diterimanya sebuah model adalah 0,95 (Hair et al. 1995 dalam Ferdinand, 2006), dan nilai yang mendekati angka 1 menunjukkan a very good fit (Arbuckle, 1997 dalam Ferdinand, 2006).

g. CFI (Comparative Fit Index)

Besaran indeks ini adalah pada rentang nilai 0 sampai dengan 1, dimana jika CFI semakin mendekati angka 1, mengidentifikasi tingkat kesesuaian yang paling tinggi - a very good fit (Arbuckle, 1997 dalam Ferdinand, 2006). Nilai yang direkomendasikan adalah 0,95. Keunggulan indeks ini adalah indeks ini besarnya tidak dipengaruhi oleh ukuran sampel karena itu sangat baik untuk mengukur tingkat penerimaan sebuah model (Hulland et al. 1996; Tanaka, 1993 dalam Ferdinand, 2006).

Untuk memudahkan pemahaman dan perhitungan dalam analisa data yang ada maka nilai-nilai cut off secara ringkas dapat dilihat pada Tabel berikut:

Tabel 2
Goodness of Fit Index

Goodness of Fit Index	Cut off Value
X2- Chi Square	Sesuai dengan DF dan α tertentu
Significant Probability	$\geq 0,05$
CMIN/DF	$\leq 2,00$
RMSEA	$\leq 0,08$
GFI	$0,08 \leq GFI \leq 0,09$
AGFI	$0,08 \leq GFI \leq 0,09$
NNFI	$\leq 0,95$
CFI	$\leq 0,95$

Sumber: Ghazali (2008)

4.6 Interpretasi dan Modifikasi Model

Langkah terakhir adalah menginterpretasikan model atau memodifikasi model bagi model-model yang tidak memenuhi syarat pengujian yang dilakukan. Setelah model diestimasi, residualnya haruslah kecil atau mendekati nol dan distribusi frekuensi dan kovarians residual harus bersifat simetrik (Tabachnick dan Fidell dalam Ferdinand, 2006).

Hair et al. dalam Ferdinand 2006, memberikan pedoman untuk mempertimbangkan perlu tidaknya memodifikasi sebuah model dengan melihat jumlah residual yang dihasilkan model, maka sebuah modifikasi mulai perlu dipertimbangkan. Bila ditemukan nilai residual yang dihasilkan model cukup besar (yaitu $> 2,58$) maka cara lain dalam memodifikasi adalah dengan menambah sebuah alur baru terhadap model yang diestimasi. Nilai residual $> 2,58$ diinterpretasikan sebagai signifikan secara statistik pada tingkat 5 persen. Dan residual yang signifikan ini menunjukkan adanya prediction error yang substansial untuk pasang indikator.

5. Hasil Penelitian

Sebelumnya telah dijelaskan bahwa tujuan utama penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kinerja keuangan serta berimplikasi pada nilai perusahaan. Untuk menjawab tujuan tersebut, dilakukan penelitian terhadap perusahaan public selama tahun 2011 sampai tahun 2014, tidak termasuk perusahaan dalam kelompok bank dan lembaga keuangan bukan bank. Sebelum dijelaskan hasil dari pengumpulan data, ada baiknya dijelaskan terlebih dahulu gambaran umum pasar modal dan perusahaan

5.1 Gambaran Umum Bursa Efek Indonesia (BEI)

Pasar keuangan (Financial Market) adalah pasar yang memperdagangkan semua bentuk surat-surat berharga baik jangka panjang maupun jangka pendek pada primary market ataupun secondary market. Money market (pasar uang) merupakan bagian dari pasar keuangan yang khusus memperdagangkan semua bentuk surat berharga untuk jangka pendek (short term). Sementara pasar modal (capital market) memperdagangkan semua bentuk hutang dan modal sendiri (saham) untuk jangka waktu lebih panjang (long term) (Fakhrudin & Sopian dalam Chandra, 2006).

Pasar modal dibentuk untuk alasan ekonomi dan keuangan dimana alasan ekonominya adalah untuk mempertemukan antara orang yang mempunyai uang (investor) dengan perusahaan memerlukan dana untuk melakukan proses produksi. Pertemuan ini diharapkan akan meningkatkan kemakmuran baik bagi pihak yang mempunyai dana maupun pihak yang membutuhkan dana. Sementara alasan keuangan adalah pertemuan antara pihak yang mempunyai dana dan pihak yang membutuhkan dana ini akan membuat pihak yang mempunyai dana bebas untuk memilih bentuk investasi dan institusi yang diharapkan tanpa harus ikut serta memiliki secara langsung perusahaannya. Pihak yang mempunyai dana hanya akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang dianggap menguntungkan, dimana makin besar atau tinggi risiko yang akan dihadapi maka tingkat keuntungan yang diharapkan akan semakin tinggi pula. Jadi karena investor bebas melakukan investasi dimana saja dengan pertimbangan tingkat keuntungan dan risiko mengakibatkan terjadinya alokasi dana yang efisien yang selanjutnya akan membentuk pasar yang efisien.

Pasar modal di Indonesia sebenarnya sudah ada sebelum negara Indonesia lahir yaitu pada masa pemerintahan colonial Belanda yang didirikan pada tanggal 14 Desember 1912 dengan nama Vereniging Voor de Effectanhandel di Jakarta. Mengingat perkembangannya yang cukup pesat, pemerintahan kolonial Belanda mulai mendirikan bursa efek di kota-kota lain seperti Surabaya pada tanggal 11 Januari 1925 dan Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925. Karena terjadinya gejolak politik di Eropa, maka pada tahun 1939 pemerintahan kolonial Belanda menutup bursa efek di Surabaya dan Semarang sehingga kegiatan bursa efek di pusatkan di Jakarta. Dengan terjadinya perang dunia II mengakibatkan perekonomian dunia menjadi stagnan, sehingga pemerintahan colonial Belanda terpaksa menutup bursa efek di Jakarta pada tanggal 10 Mei 1940.

Sesudah berdirinya negara Republik Indonesia, maka pada tanggal 1 September 1951 pemerintahan Republik Indonesia kembali membuka bursa efek di Jakarta melalui Undang-Undang darurat nomor 13 tentang Bursa. Undang-Undang tersebut kemudian ditetapkan dengan Undang-Undang nomor 15 tahun 1952. Namun perjalanan bursa

efek di Indonesia kembali mengalami kendala sehingga pada tahun 1956 bursa efek di Indonesia kembali ditutup.

Bursa Efek Jakarta diaktifkan kembali tanggal 10 Agustus 1977 setelah sempat terhenti 20 tahun sejak 1956. Pasar modal di Indonesia yang dibentuk adalah Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Pada saat itu BEJ dikelola oleh BAPEPAM (Badan Pelaksana Pasar Modal) suatu badan yang bernaung di bawah Departemen keuangan. Namun dengan desakan yang semakin kuat agar pasar modal di Indonesia bisa lebih professional maka pada tanggal 13 Juli 1992 pemerintah melakukan swastanisasi terhadap BEJ menjadi PT. Bursa Efek Jakarta. Sejak diresmikan pasar modal Indonesia berkembang dengan pesat, saham yang di listing semakin banyak hingga tahun 2014 jumlah emiten yang terdaftar sudah mencapai 513 dengan jumlah kapitalisasi pasar sebesar Rp. 5.228.043,5 (ICMD, 2015).

Dengan semakin aktifnya transaksi saham di pasar modal, investor harus lebih selektif dalam memilih saham yang akan diinvestasikan. Analisa fundamental dan analisa risiko merupakan sebagian cara untuk melihat kinerja saham yang akan dibeli. Perkembangan pasar modal di Indonesia mulai marak sejak dikeluarkannya Pakto 88 pada tanggal 27 Oktober 1988 yang menjadi reformasi di bidang moneter untuk merangsang ekspor non-migas, meningkatkan efisiensi dari Bank komersial, membuat kebijaksanaan moneter lebih efektif, meningkatkan simpanan domestik dan meningkatkan pasar modal. Akibatnya sejak tahun 1988 terdapat peningkatan jumlah emiten secara signifikan. Hal ini terlihat dari perkembangan jumlah emiten dan kapitalisasi pasar pada Tabel 3.

Tabel 3
Perkembangan Jumlah Emiten Dan Kapitalisasi Pasar BEI

TAHUN	JUMLAH EMITEN		JUMLAH SAHAM (Lembar)	NILAI KAPITALISASI (RP. MILIAR)
	PER TAHUN	KUMULATIF		
1977	1	1	260.260	2,7
1978	0	1	330.260	4,1
1979	3	4	7.058.116	23,9
1980	2	6	14.588.116	41,0
1981	3	9	19.788.128	48,6
1982	5	14	39.948.208	99,3
1983	9	23	48.005.208	102,7
1984	1	24	57.498.184	91,1
1985	0	24	57.827.872	89,3
1986	0	24	58.349.872	94,2
1987	0	24	58.569.311	100,1
1988	1	25	72.844.043	449,2
1989	42	67	432.839.874	4.309,4
1990	65	132	1.779.936.594	14.186,6

1991	13	145	3.729.481.279	16.435,9
1992	17	162	6.253.916.082	24.839,5
1993	19	181	9.787.393.323	69.299,6
1994	50	231	23.854.339.821	103.835,2
1995	17	248	45.794.658.125	152.246,5
1996	19	267	77.240.833.399	215.026,1
1997	34	301	135.668.883.612	159.929,9
1998	3	304	170.549.123.166	175.729,0
1999	12	316	846.131.138.504	451.814,9
2000	25	341	1.186.306.671.808	259.621,2
2001	32	373	884.192.510.319	239.271,2
2002	20	393	939.544.513.105	268.776,6
2003	9	402	829.359.787.591	460.365,9
2004	12	414	656.447.198.554	679.949,1
2005	5	419	712.985.123.204	801.252,7
2006	4	423	924.488.804.314	1.249.074,5
2007	5	428	1.128.173.554.108	1.988.326,2
2008	4	432	1.374.411.626.346	1.076.490,5
2009	1	433	1.465.654.987.417	2.019.375,1
2010	7	440	1.894.828.442.341	3.247.096,8
2011	6	446	2.198.133.269.765	3.537.294,2
2012	20	466	2.438.408.332.470	4.126.994,9
2013	30	496	2.827.794.866.851	4.219.020,2
2014	17	513	3.084.060.283.305	5.228.043,5

Sumber : Laporan Tahunan OJK (d/h BAPEPAM)

Perkembangan Bursa Efek Jakarta mulai melambat pada masa krisis tahun 1997 dengan kapitalisasi pasar menurun dari Rp. 215.026,1 miliar pada tahun 1996 menjadi Rp. 159.929,9 miliar. Mulai tahun 1998 pasar modal Indonesia mulai bergairah lagi dengan menunjukkan peningkatan jumlah kapitalisasi pasar yang sangat signifikan pada tahun 2014.

Seperti dijelaskan di awal tulisan bahwa pasar modal banyak dijalankan oleh negara-negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Dalam menjalankan fungsi ekonomi, pasar modal menjalankan fungsi sebagai sarana untuk memindahkan dana dari pihak yang memiliki kelebihan dana ke pihak yang memerlukan dana. Fungsi ini akan memberikan manfaat tidak hanya bagi pemilik dana maupun pihak yang memerlukan dana tersebut tetapi juga negara karena akan berjalannya perekonomian. Sementara fungsi keuangan yang dijalankan adalah menyediakan dana yang dibutuhkan bagi pihak yang membutuhkan bagi pihak yang membutuhkan dana. Di pihak lain juga akan menyediakan fasilitas investasi bagi pemilik dana tanpa

harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil. Dari fungsi yang dijalankan bisa diambil pengertian pasar modal merupakan perdagangan instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang, baik dalam bentuk modal sendiri (stocks) maupun hutang (bonds) baik yang diterbitkan oleh pemerintah (public authorities) maupun oleh perusahaan swasta (private sectors). Jadi pasar modal merupakan bagian dari pasar keuangan (financial market). Karena dalam financial market diperdagangkan semua bentuk hutang dan modal baik dana jangka panjang maupun jangka pendek baik yang bersifat negotiable maupun yang non-negotiable.

Jika dibanding dengan pengertian bursa efek, maka bursa efek (Stock exchange) yaitu pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan/atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek kepada pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka. Dalam pengertian ini, efek adalah surat berharga berupa surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, unit penyertaan kontrak kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap derivatif dari efek. Jadi pasar modal adalah sistem atau software-nya sedangkan bursa efek adalah hardware atau sarananya.

Perkembangan pasar modal Indonesia sangat mengembirakan belakangan ini, hal ini bisa terlihat pada perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang menakjubkan seperti yang tergambar pada tabel berikut ini.

Tabel 4
Perkembangan IHSG Dari Tahun 1997 – Tahun 2014

TAHUN	IHSG	
	INDEKS	Pertumbuhan (%)
1997	401,71	-
1998	398,04	-0,91
1999	676,92	70,06
2000	416,32	-38,50
2001	392,04	-5,83
2002	424,95	8,39
2003	691,90	62,82
2004	1000,23	44,56
2005	1162,63	16,23
2006	1805,52	55,30
2007	2745,83	52,08
2008	1355,41	-50,64
2009	2534,36	86,98
2010	3703,51	46,13
2011	3821,99	3,20
2012	4316,69	12,94
2013	4274,18	1,45
2014	5226,95	22,29

Sumber : www.finance.yahoo.com, diolah

Dari tabel di atas terlihat bahwa untuk tahun 2004 pertama kalinya indeks di Bursa Efek Jakarta menembus angka 1000 sehingga terjadi peningkatan 44,56% dibanding dengan tahun 2003 yaitu 691,90 pada tahun 2003 menjadi 1000,23 pada tahun 2004. Pada tahun 2008 Bursa Efek Indonesia (mulai November 2007, BEJ dan BES bergabung menjadi BEI) mengalami penurunan yang signifikan sebesar 50,64% yaitu dari 2745,83 pada tahun 2007 menjadi 1355,41 pada tahun 2008 yang diakibatkan oleh kasus subprime Mortgage di AS yang berbuntut panjang dimana beberapa lembaga keuangan tidak hanya mengumumkan kerugiannya tetapi juga mengumumkan kebangkrutannya termasuk perusahaan keuangan terbesar dunia Lehman Brothers. Akibatnya seluruh pasar modal dunia mengalami penurunan indeksnya.. Selanjutnya sejak tahun 2009, Bursa Efek Indonesia mengalami pemulihan kembali dengan mencatat kenaikan sebesar 86,98% menjadi 2534,36 dan hingga menembus 5226,95 pada tahun 2014.

Berbicara mengenai indeks yang ada di Bursa Efek Indonesia, tidak hanya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) saja, tetapi masih ada indeks-indeks lain yang terdapat di Bursa Efek Indonesia. Adapun indeks-indeks tersebut adalah sebagai berikut (www.idx.co.id) :

1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), merupakan indeks yang menggambarkan pergerakan seluruh harga saham biasa dan saham preferen yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Indeks ini mulai diberlakukan pada tanggal 1 April 1983 dengan hari dasar perhitungan IHSG adalah tanggal 10 Agustus 1982, pada tanggal tersebut indeks ditetapkan dengan nilai dasar 100 dan saham yang tercatat pada saat itu ada 13 saham.
2. Indeks Sektorial, merupakan bagian dari IHSG. Semua emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dikategorikan ke dalam Sembilan sektor sebagai berikut :
 - 1) Sektor Utama (Industri yang menghasilkan bahan baku) :
 - a. Sektor 1. Pertanian, terbagi menjadi 4 sub kelompok industri yang meliputi : pertanian, perikanan, dan kehutanan.
 - b. Sektor 2. Pertambangan, terbagi menjadi 4 sub kelompok industri yang meliputi : pertambangan batu bara, pertambangan minyak, gas dan bumi, pertambangan logam, dan mineral lain, pertambangan batu dan pasir.
 - 2) Sektor Kedua (Industri pengolahan / manufaktur) :
 - a. Sektor 3. Industri Dasar dan Kimia, terbagi menjadi 8 sub kelompok industri yang meliputi : semen, keramik, porselen dan kaca; logam dan sejenisnya, kimia, plastic dan keemasan, pakan ternak, kayu dan pengolahannya, serta pulp dan kertas.
 - b. Sektor 4. Aneka Industri, terbagi menjadi 5 sub kelompok industri yang meliputi : mesin dan alat berat, otomotif dan komponennya, tekstil dan garmen, alas kaki, elektronika, dan lainnya
 - c. Sektor 5. Industri Barang Konsumsi, terbagi menjadi 4 sub kelompok industri yang meliputi : makanan dan minuman, farmasi, kosmetik dan bahan keperluan rumah tangga, serta peralatan rumah tangga.
 - 3) Sektor Ketiga (Jasa) :
 - a. Sektor 6. Properti dan Real Estate, terbagi menjadi 2 sub kelompok industri yang meliputi : property dan real estate, dan konstruksi bangunan.

- b. Sektor 7. Transportasi, Utilitas dan Infrastruktur, terbagi menjadi 4 sub kelompok industri yang meliputi : jalan tol, pelabuhan, bandara dan sejenisnya, telekomunikasi, transportasi dan konstruksi non bangunan.
- c. Sektor 8. Keuangan, terbagi menjadi 5 sub kelompok industry yang meliputi: Bank, lembaga pembiayaan, perusahaan efek, asuransi dan lainnya.
- d. Sektor 9. Perdagangan, Jasa dan Investasi, terbagi menjadi 8 sub kelompok industri yang meliputi : perdagangan besar barang produksi, perdagangan eceran, restoran, hotel dan pariwisata, advertising, percetakan dan media, kesehatan, jasa computer dan perangkatnya, perusahaan investasi lainnya.

Indeks sektoral diperkenalkan pada tanggal 2 Januari 1996 dengan nilai dasar 100 untuk setiap sektor dan menggunakan hari dasar 28 Desember 1995.

3. Indeks LQ-45, merupakan indeks yang diambil dari 45 saham yang dipilih berdasarkan beberapa kriteria sehingga saham-saham tersebut mempunyai likuiditas yang tinggi dan juga mempertimbangkan kapitalisasi pasar dari saham-saham tersebut.

Adapun kriteria-kriteria pemilihan saham LQ-45 ini adalah sebagai berikut:

- 1) Masuk dalam top 60 dalam transaksi saham di pasar reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
- 2) Masuk dalam rangking yang didasarkan pada nilai kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir).
- 3) Telah tercatat di Bursa Efek Indonesia sekurang-kurangnya 3 bulan.
- 4) Kondisi keuangan perusahaan, prospek pertumbuhan perusahaan, frekuensi dan jumlah transaksi di pasar reguler.

Bursa Efek Indonesia akan selalu memantau perkembangan saham-saham yang masuk dalam LQ-45, jika ada saham yang tidak memenuhi kriteria akan dikeluarkan dari indeks dan diganti dengan saham lainnya. Proses evaluasi ini dilakukan selama 6 bulan sekali.

4. Jakarta Islamic Index (JII), merupakan indeks yang dikeluarkan untuk investor yang menginginkan investasi yang sesuai dengan syariah islam. Indeks ini dikeluarkan pada tanggal 3 Juli 2000 dan sebagai tahun dasar dihitung mundur menjadi 1 Januari 1995. Saham yang masuk dalam indeks ini terdiri dari 30 saham yang diseleksi oleh Dewan Pengawas Syariah PT. Danareks Investment Management dengan kriteria kegiatan utama emiten yang bertentangan dengan syariah islam adalah sebagai berikut :

- 1) Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- 2) Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
- 3) Usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram.
- 4) Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan/atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral ataupun mudarat.

Untuk masuk dalam indeks ini dilakukan seleksi sebagai berikut :

- 1) Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan Syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan (kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar).

- 2) Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahunan terakhir yang memiliki rasio kewajiban terhadap aktiva maksimal sebesar 90%.
 - 3) Memilih 60 saham dari susunan saham di atas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar terbesar selama satu tahun terakhir.
 - 4) Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan regular selama satu tahun terakhir.
5. Indeks Papan Utama (Main Board Index) dan Indeks Papan Pengembang (Development Board Index). Mulai tanggal 13 Juli 2000 untuk mengembalikan kepercayaan publik kepada bursa melalui implementasi tata kelola yang baik (Good Corporate Governance), Bursa Efek Indonesia membagi saham-saham yang ada ke dalam 2 kategori indeks yaitu Indeks Papan Utama dan Indeks Papan Pengembang. Perusahaan besar dengan track record yang baik akan dimasukkan ke dalam indeks papan utama sementara perusahaan kecil lainnya dimasukkan ke dalam indeks papan pengembang. Sebagai hari dasar perhitungan indeks ini digunakan tanggal 28 Desember 2001. Adapun kriteria yang digunakan untuk masuk ke dalam indeks papan utama adalah sebagai berikut :
- a. Pernyataan pendaftaran disampaikan ke OJK.
 - b. Badan hukum berbentuk Perseroan Terbatas (PT) yang memiliki :
 - Komisaris independen minimal 30% dari jajaran Dewan Komisaris
 - Direktur independen minimal 1 orang dari jajaran anggota direksi
 - Komite audit
 - Unit Audit Internal
 - Sekretaris Perusahaan
 - c. Operasional pada core business yang sama > 36 bulan.
 - d. Membukukan laba usaha pada 1 tahun buku terakhir.
 - e. Laporan keuangan auditan > 3 tahun.
 - f. Opini laporan keuangan harus Wajar Tanpa Pengecualian (2 tahun terakhir).
 - g. Aset Berwujud Bersih > Rp. 100 Miliar.
 - h. Saham yang ditawarkan kepada publik (termasuk yang dimiliki publik sebelum perusahaan go public) :
 - Minimal 300 juta saham
 - 20% dari total saham, untuk ekuitas < Rp. 500 miliar
 - 15% dari total saham, untuk ekuitas Rp. 500 miliar – Rp. 2 triliun
 - 10% dari total saham, untuk ekuitas > Rp. 2 triliun.
 - i. Jumlah pemegang saham > 1000 pihak
- Sementara kriteria untuk masuk indeks papan pengembang adalah sebagai berikut:
- a. Pernyataan pendaftaran disampaikan ke OJK.
 - b. Badan hukum berbentuk Perseroan Terbatas (PT) yang memiliki :
 - Komisaris independen minimal 30% dari jajaran Dewan Komisaris
 - Direktur independen minimal 1 orang dari jajaran anggota direksi
 - Komite audit
 - Unit Audit Internal
 - Sekretaris Perusahaan
 - c. Operasional pada core business yang sama > 12 bulan.

- d. Tidak harus membukukan laba, namun jika belum membukukan keuntungan, berdasarkan proyeksi keuangan pada akhir tahun ke-2 telah memperoleh laba (khusus sektor tertentu pada akhir tahun ke-6).
- e. Laporan keuangan auditan > 12 bulan.
- f. Opini laporan keuangan harus Wajar Tanpa Pengecualian.
- g. Aset Berwujud Bersih > Rp. 5 Miliar.
- h. Saham yang ditawarkan kepada publik (termasuk yang dimiliki publik sebelum perusahaan go public) :
 - Minimal 150 juta saham
 - 20% dari total saham, untuk ekuitas < Rp. 500 miliar
 - 15% dari total saham, untuk ekuitas Rp. 500 miliar – Rp. 2 triliun
 - 10% dari total saham, untuk ekuitas > Rp. 2 triliun.
- i. Jumlah pemegang saham > 500 pihak.

5.2 Gambaran Umum Perusahaan Go Public di BEI

Sebagaimana yang telah disebutkan pada bab terdahulu, bahwa populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sampai dengan tanggal 31 Desember 2010 dan metode penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian adalah purposive sampling. Penelitian dilakukan terhadap 315 perusahaan dari 8 sektor industri yang terbagi ke dalam 30 kelompok industri (ICMD, 2015). Jumlah tersebut dijelaskan pada Tabel 3. Sedangkan perkembangan menurut kelompok industri dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5
Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Jumlah perusahaan terdaftar 2014	513
Bank & Lembaga keuangan non bank	-71
Data tidak lengkap	-60
Perusahaan baru IPO	-67
Jumlah Sampel Penelitian	315

Sumber: ICMD (2015), diolah

5.3 Analisis Deskriptif

Dari data yang dikumpulkan dibagi menjadi beberapa sektor industri, yaitu sektor pertanian, sektor pertambangan, sektor industry dasar dan kimia, sektor aneka industry, sektor barang konsumsi, sektor property, real estate dan infrastruktur, sektor transportasi, utilitas dan telekomunikasi dan sektor perdagangan, jasa dan investasi serta kelompok total semua emiten. Sedangkan semua angka variabel diperoleh dari laporan keuangan perusahaan mulai tahun 2011 sampai dengan 2014. Variabel-variabel yang sudah dihitung adalah keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Sedangkan indikator yang mendukung variabel laten keputusan investasi adalah total assets growth, market to book assets ratio, earning to

price ratio, capital expenditure to book value assets ratio dan current assets total assets ratio. Indikator yang mendukung variabel struktur modal adalah book debt to equity ratio, book debt to asset ratio, long term debt equity ratio dan market debt equity ratio, variabel kebijakan dividen didukung oleh indikator dividend payout ratio dan dividend yield . Variabel ukuran perusahaan didukung oleh indicator size total assets dan size sales. Sementara itu variabel kinerja keuangan dan nilai perusahaan merupakan observe variable yang masing-masing indikatornya untuk kinerja keuangan adalah return on asset dan basic earning power.

Dari data laporan keuangan semua emiten telah dilakukan perhitungan statistik deskriptif untuk semua variabel dan indikator yaitu Total assets growth (X1.1), Market to book assets ratio (X1.2), Earning to price ratio (X1.3), Capital expenditure to book value assets ratio (X1.4), Current assets to total assets ratio (X1.5), Debt to equity ratio (X2.1), Debt to assets ratio (X2.2), Long term debt to equity ratio (X2.3), Market debt to equity ratio (X2.4), Dividend payout ratio (X3.1), Dividend yield (X3.2), Size total assets (X4.1), Size sales (X4.2), Return on assets (Y1.1), Basic earning power (Y1.2), Tobin’s Q (Z1.1) dan Price to book value (Z1.2)

1. Total Assets Growth (X1.1)

Total assets growth mencerminkan actual investment yang telah dilakukan perusahaan. Berikut ini adalah data pertumbuhan total asset per sektor :

Tabel 6
Rekapitulasi Pertumbuhan Total Aset Per Sektor

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	0.157	0.461	-0.194
	2012	0.153	0.357	0.009
	2013	0.090	0.265	-0.058
	2014	0.115	0.571	-0.127
	TOTAL	0.129	0.571	-0.194
2	PERTAMBANGAN			
	2011	0.346	5.640	-0.318
	2012	0.209	0.998	-0.191
	2013	0.199	0.899	-0.521
	2014	0.029	0.690	-0.352
	TOTAL	0.196	5.640	-0.521
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	0.397	5.640	-0.178
	2012	-0.013	0.360	-5.188
	2013	0.143	0.431	-0.518
	2014	0.052	0.945	-0.915
	TOTAL	0.145	5.640	-5.188

4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	0.465	5.640	-0.091
	2012	0.137	0.388	-0.099
	2013	0.179	0.428	-0.105
	2014	0.075	0.437	-0.259
	TOTAL	0.214	5.640	-0.259
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	0.324	5.640	-0.059
	2012	-0.426	0.800	-18.798
	2013	0.175	0.963	-0.036
	2014	0.109	0.433	-0.098
	TOTAL	0.046	5.640	-18.798
6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	0.340	5.640	-0.613
	2012	0.163	0.783	-0.427
	2013	0.164	0.680	-0.239
	2014	0.087	0.472	-0.493
	TOTAL	0.189	5.640	-0.613
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	-0.380	5.640	-18.130
	2012	0.185	0.583	-0.203
	2013	0.161	0.441	-0.188
	2014	0.080	0.889	-0.226
	TOTAL	0.012	5.640	-18.130
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	0.361	5.640	-0.660
	2012	0.068	0.439	-2.568
	2013	0.134	0.789	-0.857
	2014	0.101	0.733	-1.375
	TOTAL	0.166	5.640	-2.568
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	0.305	5.640	-18.130
	2012	0.054	0.998	-18.798
	2013	0.156	0.963	-0.857
	2014	0.066	0.945	-1.375
	TOTAL	0.145	5.640	-18.798

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator Total Assets Growth bisa dilihat dari Tabel 6 terlihat secara umum indikator total assets growth atau pertumbuhan aset yang disimbolkan dengan X1.1 secara umum pertumbuhan aset rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 14,5%. Pertumbuhan tertinggi terjadi pada tahun 2011 yaitu 564,0% atau 5,640 kali lebih besar dibanding pertumbuhan aset tahun sebelumnya yang terjadi pada tahun 2010. Ini artinya pertumbuhan aset tahun 2011 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan pertumbuhan aset terendah sebesar -1.879,8% atau 18,798 kali lebih rendah dibanding pertumbuhan aset tahun lalu yang terjadi pada tahun 2012. Ini berarti pertumbuhan aset tahun 2012 jauh dibawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa pertumbuhan aset rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Aneka Industri yaitu sebesar 21,4%, sedangkan pertumbuhan aset rata-rata terendah terjadi pada sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi yaitu sebesar 1,20%. Sedangkan pertumbuhan aset rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 19,6% untuk sektor Pertambangan, 18,9% untuk sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur, 16,6% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi, 14,% untuk sektor Industri Dasar dan Kimia, 12,9% untuk sektor Pertanian dan 4,6% untuk sektor Barang Konsumsi. Untuk pertumbuhan aset tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Pertambangan, sektor Industri Dasar dan Kimia, sektor Industri Dasar dan Kimia, sektor Aneka Industri, sektor Barang Konsumsi, sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi, dan sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi yaitu sebesar 564,0% sedangkan pertumbuhan aset terendah terletak pada sektor Barang Konsumsi yaitu lebih rendah 1.879,8% dibanding dengan penjualan tahun sebelumnya.

2. Market To Book Assets Ratio (X1.2)

Market to book assets ratio mencerminkan investment opportunity. Rasio ini menjelaskan tentang kombinasi assets dan kesempatan investasi. Nilai buku aset merupakan proksi dari aset yang dimiliki, dan market value of assets merupakan proksi aset yang dimiliki dan kesempatan investasi. Berikut ini hasil perhitungan market to book assets ratio per sektor :

Tabel 7
Rekapitulasi Market To Book Assets Ratio

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	4.736	41.603	0.711
	2012	4.025	28.106	0.650
	2013	3.505	20.250	0.742
	2014	4.460	32.025	0.487
	TOTAL	4.182	41.603	0.487

2	PERTAMBANGAN			
	2011	4.232	50.496	0.829
	2012	3.714	49.741	0.818
	2013	2.726	36.511	0.658
	2014	1.886	17.698	0.572
	TOTAL	3.140	50.496	0.572
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	1.947	11.210	0.082
	2012	1.371	6.765	0.460
	2013	1.242	5.626	0.393
	2014	1.200	5.348	0.101
	TOTAL	1.440	11.210	0.082
4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	2.333	18.325	0.314
	2012	2.616	33.315	0.513
	2013	2.040	30.573	0.483
	2014	2.188	41.007	0.439
	TOTAL	2.294	18.325	0.314
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	3.126	14.333	0.658
	2012	7.505	133.682	0.613
	2013	3.380	16.281	0.375
	2014	3.321	14.408	0.379
	TOTAL	4.333	16.281	0.375
6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	1.631	11.210	0.284
	2012	1.297	3.617	0.377
	2013	1.273	3.497	0.383
	2014	1.392	4.147	0.337
	TOTAL	1.398	11.210	0.284
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	3.955	48.858	0.673
	2012	3.188	37.654	0.456
	2013	1.948	14.801	0.455
	2014	1.920	12.295	0.099
	TOTAL	2.753	48.858	0.099

8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	2.352	13.039	0.291
	2012	1.755	10.377	0.256
	2013	1.762	9.874	0.344
	2014	1.669	11.086	0.321
	TOTAL	1.885	13.039	0.256
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	2.644	50.496	0.082
	2012	2.699	133.682	0.256
	2013	1.975	36.511	0.344
	2014	1.952	41.007	0.099
	TOTAL	2.317	133.682	0.082

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator market to book assets ratio bisa dilihat dari Tabel 7, terlihat secara umum indikator market to book assets ratio atau rasio nilai pasar aset terhadap nilai buku aset, dimana nilai buku aset merupakan proksi dari aset yang dimiliki dan nilai pasar aset merupakan proksi aset yang dimiliki dan kesempatan investasi dengan X1.2. Secara umum rasio nilai pasar aset terhadap nilai buku aset rata-rata di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 231,7%. Rasio nilai pasar aset terhadap nilai buku aset tertinggi terjadi pada tahun 2012 yaitu 13.368,2% atau 13.368,2 kali. Ini artinya rasio nilai pasar aset terhadap nilai buku aset tahun 2012 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan rasio nilai pasar aset terhadap nilai buku aset terendah sebesar 8,2% atau 0,082 kali. Ini berarti rasio nilai pasar aset terhadap nilai buku aset tahun 2011 jauh di bawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa rasio nilai pasar aset terhadap nilai buku aset rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Barang Konsumsi yaitu sebesar 433,3%, sedangkan rasio nilai pasar aset terhadap nilai buku aset rata-rata terendah terjadi pada sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur, yaitu sebesar 139,8%. Sedangkan rasio nilai pasar aset terhadap nilai buku aset rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 418,2% untuk sektor Pertanian, 314,0% untuk sektor Pertambangan, 275,3% untuk sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi, 229,4% untuk sektor Aneka Industri, 188,5% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi dan 144,0% untuk sektor Industri Dasar dan Kimia. Untuk rasio nilai pasar aset terhadap nilai buku aset tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Barang Konsumsi sebesar 13.368,2% sedangkan rasio nilai pasar aset terhadap nilai buku aset terendah terletak pada sektor Industri Dasar dan Kimia yaitu 8,2%.

3. Earning To Price Ratio (X1.3)

Earning to price ratio mencerminkan investment opportunity. Tingginya earnings to price ratio memberi indikasi akan besarnya proporsi nilai ekuitas yang merupakan atribut dari aset yang dimiliki secara relatif terhadap pertumbuhan di masa yang akan datang. Berikut ini hasil perhitungan Earning to price ratio per sektor :

Tabel 8
Rekapitulasi Earning To Price Ratio

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	0.072	0.554	-0.943
	2012	0.015	0.473	-0.860
	2013	-0.207	0.600	-4.440
	2014	0.098	1.228	-0.097
	TOTAL	-0.005	1.228	-4.440
2	PERTAMBANGAN			
	2011	0.046	0.248	-0.181
	2012	0.054	0.518	-0.241
	2013	0.069	0.782	-0.237
	2014	-0.033	0.276	-0.534
	TOTAL	0.034	0.782	-0.534
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	0.082	2.306	-1.731
	2012	0.063	1.174	-1.028
	2013	0.023	1.220	-3.095
	2014	0.086	0.983	-0.565
	TOTAL	0.063	2.306	-3.095
4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	0.116	0.422	-0.117
	2012	0.097	0.530	-0.526
	2013	0.149	3.220	-0.431
	2014	0.214	4.928	-0.176
	TOTAL	0.144	4.928	-0.526
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	0.073	0.341	-0.282
	2012	0.060	0.163	-0.160
	2013	0.086	1.391	-0.117
	2014	0.160	3.130	-0.598
	TOTAL	0.095	3.130	-0.598

6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	0.077	0.732	-0.740
	2012	0.056	0.961	-1.060
	2013	0.072	0.674	-0.840
	2014	0.068	0.212	-0.700
	TOTAL	0.068	0.961	-0.840
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	0.243	5.556	-0.400
	2012	-0.042	0.329	-1.170
	2013	-0.094	0.241	-2.630
	2014	-0.030	0.212	-0.857
	TOTAL	0.019	5.556	-2.630
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	0.052	0.750	-0.839
	2012	0.106	1.338	-0.195
	2013	0.091	0.840	-0.271
	2014	0.088	1.760	-0.339
	TOTAL	0.084	1.760	-0.839
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	0.087	5.556	-1.731
	2012	0.064	1.338	-1.170
	2013	0.051	3.220	-4.440
	2014	0.088	4.928	-0.857
	TOTAL	0.072	5.556	-4.440

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator earning to price ratio bisa dilihat dari Tabel 8 terlihat secara umum indikator earning to price ratio atau rasio laba per saham terhadap harga saham yang disimbolkan dengan X1.3 secara umum rasio laba per saham terhadap harga saham rata-rata di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 7,2%. Rasio laba per saham terhadap harga saham tertinggi terjadi pada tahun 2011 yaitu 555,6% atau 5,556 kali Ini artinya rasio laba per saham terhadap harga saham tahun 2011 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan rasio laba per saham terhadap harga saham terendah sebesar -444,0% yang terjadi pada tahun 2013. Ini berarti rasio laba per saham terhadap harga saham tahun 2013 jauh di bawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa rasio laba per saham terhadap harga saham rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Aneka Industri yaitu sebesar 14,4%, sedangkan pertumbuhan asset rata-rata terendah terjadi pada sektor Pertanian yaitu sebesar -0,5%. Sedangkan rasio laba per saham terhadap harga saham rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 9,5% untuk sektor Barang Konsumsi, 8,4% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi, 6,8% untuk sektor Property,

Real Estate dan infrastruktur, 6,3% untuk sektor Industri Dasar dan Kimia, 3,4% untuk sektor Pertambangan dan 1,9% untuk sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi.

Untuk rasio laba per saham terhadap harga saham tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi yaitu sebesar 555,6% sedangkan rasio laba per saham terhadap harga saham terendah terletak pada sektor Pertanian yaitu -444,0%.

4. Capital Expenditure To Book Value Assets Ratio (X1.4)

Capital expenditure to book value assets ratio merupakan proksi dari investment opportunity. Rasio ini mencerminkan pengeluaran investasi atas kesempatan investasi yang baru. Berikut ini hasil perhitungan Capital expenditure to book value assets ratio per sektor :

Tabel 9
Rekapitulasi Capital Expenditure To Book Value Assets Ratio

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	0.044	0.159	-0.134
	2012	0.079	0.265	-0.027
	2013	0.052	0.124	-0.020
	2014	0.028	0.130	-0.241
	TOTAL	0.051	0.265	-0.241
2	PERTAMBANGAN			
	2011	0.025	0.293	-0.052
	2012	0.025	0.375	-0.312
	2013	0.079	0.763	-0.099
	2014	-0.009	0.108	-0.219
	TOTAL	0.030	0.763	-0.312
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	-0.954	0.262	-54.169
	2012	0.041	0.258	-0.097
	2013	0.046	0.222	-0.282
	2014	0.034	0.369	-0.114
	TOTAL	-0.208	0.369	-54.169
4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	0.045	0.462	-0.140
	2012	0.061	0.249	-0.017
	2013	0.061	0.247	-0.061
	2014	0.046	0.595	-0.077
	TOTAL	0.053	0.595	-0.140

5	BARANG KONSUMSI			
	2011	0.047	0.279	-0.023
	2012	0.102	0.944	-0.037
	2013	0.059	0.200	-0.011
	2014	0.048	0.236	-0.034
	TOTAL	0.064	0.944	-0.037
6	PROPERTY,REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	0.015	0.640	-0.610
	2012	-0.019	0.524	-0.581
	2013	0.023	0.338	-0.153
	2014	0.011	0.150	-0.119
	TOTAL	0.007	0.640	-0.610
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	-0.526	0.776	-14.094
	2012	0.082	0.424	-0.426
	2013	0.077	0.326	-0.120
	2014	0.003	0.207	-0.210
	TOTAL	-0.091	0.776	-14.094
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	0.038	0.950	-0.114
	2012	0.012	0.294	-0.582
	2013	0.031	0.295	-0.186
	2014	0.020	0.270	-0.119
	TOTAL	0.025	0.950	-0.582
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	-0.181	0.950	-54.169
	2012	0.037	0.944	-0.582
	2013	0.048	0.763	-0.282
	2014	0.024	0.595	-0.241
	TOTAL	-0.018	0.950	-54.169

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator capital expenditure to book value assets ratio bisa dilihat dari Tabel 9, terlihat secara umum indikator capital expenditure to total assets growth atau pertumbuhan aset tetap yang disimbolkan dengan X1.4 secara umum pertumbuhan aset tetap rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar -1,8%. Pertumbuhan aset tetap tertinggi terjadi pada tahun 2011 yaitu 95,0% atau 0,95 kali lebih besar dibanding pertumbuhan aset tetap tahun sebelumnya yang terjadi pada tahun 2010. Ini artinya pertumbuhan aset tetap tahun 2011 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan pertumbuhan aset tetap terendah sebesar -5416,9% atau 54,169 kali lebih rendah dibanding pertumbuhan aset tetap tahun lalu yang terjadi

pada tahun 2011. Ini berarti pertumbuhan aset tetap tahun 2011 jauh di bawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa pertumbuhan aset tetap rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Barang Konsumsi yaitu sebesar 6,4%, sedangkan pertumbuhan aset tetap rata-rata terendah terjadi pada sektor Industri Dasar dan Kimia yaitu sebesar -20,8%. Sedangkan pertumbuhan aset tetap rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 5,3% untuk sektor Aneka Industri, 5,1% untuk sektor Pertanian, 3,0% untuk sektor Pertambangan, 2,5% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi, 0,7% untuk sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur, dan 9,1% untuk sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi. Untuk pertumbuhan aset tetap tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi yaitu sebesar 95,0% sedangkan pertumbuhan aset tetap terendah terletak pada sektor Industri Dasar dan Kimia yaitu lebih rendah 5416,9% dibanding dengan pertumbuhan aset tetap tahun sebelumnya.

5. Current Assets To Total Assets Ratio (X1.5)

Current assets to total assets ratio merupakan proksi dari actual investment. Pada penelitian sebelumnya rasio ini belum digunakan sebagai proksi IOS. Namun berdasarkan teori, rasio ini merupakan salah satu keputusan pengalokasian dana yang merupakan cermin keputusan investasi perusahaan untuk membiayai operasional perusahaan. Berikut ini hasil perhitungan Current assets to total assets ratio per sektor :

Tabel 10
Rekapitulasi Current Assets To Total Assets Ratio

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	0.359	0.801	0.042
	2012	0.345	0.821	0.035
	2013	0.323	0.823	0.040
	2014	0.319	0.818	0.033
	TOTAL	0.336	0.823	0.033
2	PERTAMBANGAN			
	2011	0.490	0.907	0.030
	2012	0.436	0.963	0.087
	2013	0.365	0.710	0.046
	2014	0.348	0.750	0.055
	TOTAL	0.410	0.963	0.030
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	0.518	0.908	0.048
	2012	0.520	0.911	0.048
	2013	0.524	0.860	0.098
	2014	0.492	0.864	0.017
	TOTAL	0.513	0.911	0.017

4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	0.575	0.885	0.081
	2012	0.559	0.890	0.100
	2013	0.549	0.888	0.052
	2014	0.530	0.905	0.112
	TOTAL	0.553	0.905	0.052
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	0.607	0.849	0.251
	2012	1.042	15.412	0.182
	2013	0.584	0.863	0.200
	2014	0.578	0.861	0.196
	TOTAL	0.703	15.412	0.182
6	PROPERTY,REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	0.456	0.957	0.047
	2012	0.464	0.958	0.041
	2013	0.455	0.950	0.026
	2014	0.456	0.927	0.056
	TOTAL	0.458	0.958	0.026
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	0.266	0.975	0.065
	2012	0.269	0.967	0.059
	2013	0.271	0.975	0.127
	2014	0.278	0.931	0.014
	TOTAL	0.271	0.975	0.014
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	0.504	0.998	0.035
	2012	0.518	0.994	0.039
	2013	0.501	0.999	0.007
	2014	0.505	0.975	0.004
	TOTAL	0.507	0.999	0.004
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	0.491	0.998	0.030
	2012	0.532	15.412	0.035
	2013	0.473	0.999	0.007
	2014	0.464	0.975	0.004
	TOTAL	0.490	15.412	0.004

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator current assets to total assets ratio bisa dilihat dari Tabel 10, terlihat secara umum indikator current assets to total assets ratio atau rasio aset lancar terhadap total aset yang disimbolkan dengan X1.5 secara umum rasio aset lancar terhadap total aset rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 49,0%. rasio aset lancar terhadap total aset tertinggi terjadi pada tahun 2012 yaitu 1.541,2% atau 15,412 kali. Ini artinya rasio aset lancar terhadap total aset tahun 2012 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan rasio aset lancar terhadap total aset terendah sebesar 0,4% atau 0,004 kali. Ini berarti rasio aset lancar terhadap total aset tahun 2014 jauh di bawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa rasio aset lancar terhadap total aset rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Barang Konsumsi yaitu sebesar 70,3%, sedangkan rasio aset lancar terhadap total aset rata-rata terendah terjadi pada sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi yaitu sebesar 27,1%. Sedangkan rasio aset lancar terhadap total aset rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 55,3% untuk sektor Aneka Industri, 51,3% untuk sektor Industri Dasar dan Kimia, 50,7% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi, 45,8% untuk sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur, 41,0% untuk sektor Pertambangan dan 33,6% untuk sektor Pertanian. Untuk rasio aset lancar terhadap total aset tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Barang Konsumsi yaitu sebesar 1.541,2% sedangkan rasio aset lancar terhadap total aset terendah terletak pada sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi yaitu 0,4%.

6. Debt To Equity Ratio (X2.1)

Book debt to equity ratio mencerminkan perbandingan antara nilai buku hutang dan nilai buku ekuitas. Rasio ini menggambarkan perbandingan antara hutang perusahaan dengan modal sendiri (ekuitas) yang digunakan perusahaan dalam upaya pencapaian tujuan perusahaan. Berikut ini hasil perhitungan Book debt to equity ratio per sektor :

Tabel 11
Rekapitulasi Book Debt To Equity Ratio

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	1.625	11.937	0.004
	2012	4.755	64.053	0.059
	2013	1.236	4.490	0.054
	2014	1.584	6.721	0.046
	TOTAL	2.300	64.053	0.004
2	PERTAMBANGAN			
	2011	1.050	2.962	0.159
	2012	1.391	8.920	0.186
	2013	2.600	44.407	0.209
	2014	-0.419	3.561	0.160
	TOTAL	1.156	44.407	0.159

3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	1.999	40.371	0.103
	2012	0.696	9.040	0.107
	2013	1.491	11.254	0.204
	2014	1.376	7.989	0.188
	TOTAL	1.390	40.371	0.103
4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	1.397	5.964	0.231
	2012	1.549	12.811	0.267
	2013	1.951	14.383	0.197
	2014	1.642	11.677	0.183
	TOTAL	1.635	14.383	0.183
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	1.139	13.470	0.108
	2012	1.569	24.483	0.150
	2013	3.069	70.832	0.164
	2014	-0.057	3.029	0.110
	TOTAL	1.430	70.832	0.108
6	PROPERTY,REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	0.973	5.172	0.076
	2012	1.098	5.666	0.077
	2013	0.712	5.278	0.085
	2014	0.810	5.113	0.092
	TOTAL	0.898	5.666	0.076
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	1.258	2.762	0.137
	2012	1.430	3.803	-2.227
	2013	2.753	20.155	0.139
	2014	1.713	6.096	0.034
	TOTAL	1.789	20.155	-2.227
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	1.607	16.446	0.059
	2012	1.264	6.409	0.055
	2013	1.283	4.727	0.020
	2014	1.379	5.928	0.041
	TOTAL	1.383	16.446	0.020

9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	1.418	40.371	0.004
	2012	1.404	64.053	0.005
	2013	1.712	70.832	0.102
	2014	1.044	11.677	0.009
	TOTAL	1.394	64.053	0.004

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator debt to equity ratio bisa dilihat dari Tabel 11 terlihat secara umum indikator debt to equity ratio atau rasio hutang terhadap ekuitas yang disimbolkan dengan X2.1 secara umum rasio hutang terhadap ekuitas rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 139,4%. Rasio hutang terhadap modal tertinggi terjadi pada tahun 2013 yaitu 7.083,2%. Ini artinya rasio hutang terhadap modal tahun 2013 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan rasio hutang terhadap ekuitas terendah sebesar 0,4% yang terjadi pada tahun 2011. Ini berarti rasio hutang terhadap modal tahun 2011 jauh di bawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa rasio hutang terhadap modal rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Pertanian yaitu sebesar 230,0%, sedangkan rasio hutang terhadap modal rata-rata terendah terjadi pada sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur yaitu sebesar 89,8%. Sedangkan rasio hutang terhadap modal rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 178,9% untuk sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur, 163,5% untuk sektor Aneka Industri, 143,0% untuk sektor Barang Konsumsi, 139,0% untuk sektor Industri Dasar dan Kimia, 138,3% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi dan 115,6% untuk sektor Pertambangan. Untuk rasio hutang terhadap modal tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Barang Konsumsi yaitu sebesar 7.083,2% sedangkan rasio hutang terhadap modal terendah terletak pada sektor Pertanian yaitu 0,4%.

7. Debt To Assets Ratio (X2.2)

Book debt to asset ratio mencerminkan perbandingan jumlah hutang terhadap jumlah asset yaitu suatu ukuran persentase jumlah dana yang disediakan oleh kreditor. Pemilik perusahaan lebih menyukai memiliki rasio ini yang tinggi, karena tingginya rasio ini dapat memperbesar laba bagi pemegang saham. Namun sebaliknya kreditor tidak menyukai book debt to assets ratio tinggi, karena dapat meningkatkan risiko. Berikut ini hasil perhitungan Book debt to asset ratio per sektor :

Tabel 12
Rekapitulasi Book Debt To Asset Ratio

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	0.072	0.554	-0.943
	2012	0.015	0.473	-0.860
	2013	-0.207	0.600	-4.440
	2014	0.098	1.228	-0.097
	TOTAL	-0.005	1.228	-4.440
2	PERTAMBANGAN			
	2011	0.046	0.248	-0.181
	2012	0.054	0.518	-0.241
	2013	0.069	0.782	-0.237
	2014	-0.033	0.276	-0.534
	TOTAL	0.034	0.782	-0.534
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	0.082	2.306	-1.731
	2012	0.063	1.174	-1.028
	2013	0.023	1.220	-3.095
	2014	0.086	0.983	-0.565
	TOTAL	0.063	2.306	-3.095
4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	0.116	0.422	-0.117
	2012	0.097	0.530	-0.526
	2013	0.149	3.220	-0.431
	2014	0.214	4.928	-0.176
	TOTAL	0.144	4.928	-0.526
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	0.073	0.341	-0.282
	2012	0.060	0.163	-0.160
	2013	0.086	1.391	-0.117
	2014	0.160	3.130	-0.598
	TOTAL	0.095	3.130	-0.598

6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	0.077	0.732	-0.740
	2012	0.056	0.961	-1.060
	2013	0.072	0.674	-0.840
	2014	0.068	0.212	-0.700
	TOTAL	0.068	0.961	-0.840
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	0.243	5.556	-0.400
	2012	-0.042	0.329	-1.170
	2013	-0.094	0.241	-2.630
	2014	-0.030	0.212	-0.857
	TOTAL	0.019	5.556	-2.630
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	0.052	0.750	-0.839
	2012	0.106	1.338	-0.195
	2013	0.091	0.840	-0.271
	2014	0.088	1.760	-0.339
	TOTAL	0.084	1.760	-0.839
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	0.087	5.556	-1.731
	2012	0.064	1.338	-1.170
	2013	0.051	3.220	-4.440
	2014	0.088	4.928	-0.857
	TOTAL	0.072	5.556	-4.440

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator debt to assets ratio bisa dilihat dari Tabel 12 terlihat secara umum indikator debt to assets ratio atau perbandingan hutang terhadap total aset yang disimbolkan dengan X2.2 secara umum perbandingan hutang terhadap total aset rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 47,4%. Perbandingan hutang terhadap total aset tertinggi terjadi pada tahun 2012 yaitu 489,6%. Ini artinya perbandingan hutang terhadap total aset tahun 2012 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan perbandingan hutang terhadap total aset terendah sebesar 0,4%. Ini berarti perbandingan hutang terhadap total aset tahun 2011 jauh dibawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa perbandingan hutang terhadap total aset rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi yaitu sebesar 55,4%, sedangkan pertumbuhan aset rata-rata terendah terjadi pada sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur yaitu sebesar 44,1%. Sedangkan perbandingan hutang terhadap total aset rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 50,3% untuk sektor Aneka Industri, 47,8% untuk

sektor Industri Dasar dan Kimia, 47,2% untuk sektor Pertambangan, 46,4% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi, 46,1% untuk sektor Pertanian dan 46,0% untuk sektor Barang Konsums. Untuk pertumbuhan aset tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Barang Konsumsi yaitu sebesar 489,6% sedangkan pertumbuhan aset terendah terletak pada sektor Barang Konsumsi yaitu 0,4%.

8. Long Term Debt To Book Equity Ratio (X2.3)

Long term debt to book equity ratio mencerminkan perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dan nilai buku ekuitas perusahaan. Rasio ini merupakan bagian keputusan keuangan untuk menentukan struktur modal perusahaan yang sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Berikut ini hasil perhitungan Long term debt to book equity ratio per sektor:

Tabel 13
Rekapitulasi Long Term Debt to book equity Ratio

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	0.568	2.733	0.001
	2012	0.672	4.078	0.002
	2013	0.628	2.111	0.035
	2014	0.784	3.448	0.034
	TOTAL	0.663	4.078	0.001
2	PERTAMBANGAN			
	2011	0.411	1.408	0.005
	2012	0.571	4.523	0.007
	2013	1.263	22.549	0.008
	2014	0.041	1.516	0.006
	TOTAL	0.571	22.549	0.005
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	0.468	5.017	0.015
	2012	0.337	3.518	0.017
	2013	0.465	4.320	0.019
	2014	0.419	3.353	0.025
	TOTAL	0.422	5.017	0.015
4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	0.357	2.785	0.024
	2012	0.461	7.316	0.001
	2013	0.370	3.876	0.012
	2014	0.418	5.037	0.001
	TOTAL	0.402	7.316	0.001

5	BARANG KONSUMSI			
	2011	0.532	10.318	0.020
	2012	0.814	18.872	0.021
	2013	1.859	51.513	0.021
	2014	0.251	0.923	0.033
	TOTAL	0.864	51.513	0.020
6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	0.191	1.151	0.000
	2012	0.360	2.204	0.018
	2013	0.233	1.053	0.012
	2014	0.354	1.368	0.020
	TOTAL	0.284	2.204	0.000
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	0.651	2.161	0.015
	2012	0.697	3.188	0.012
	2013	1.142	6.847	0.006
	2014	0.972	4.996	0.006
	TOTAL	0.866	6.847	0.006
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	0.413	4.043	0.000
	2012	0.388	2.624	0.011
	2013	0.429	2.599	0.000
	2014	0.512	3.267	0.010
	TOTAL	0.435	4.043	0.000
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	0.416	10.318	0.000
	2012	0.481	18.872	0.001
	2013	0.678	51.513	0.000
	2014	0.370	5.037	0.001
	TOTAL	0.486	51.513	0.000

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator long term debt to book equity ratio bisa dilihat dari Tabel 13 terlihat secara umum indikator long term debt to book equity ratio atau perbandingan hutang jangka panjang terhadap ekuitas yang disimbolkan dengan X2.3 secara umum perbandingan hutang jangka panjang terhadap ekuitas rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 48,6%. Perbandingan hutang jangka panjang terhadap ekuitas tertinggi terjadi pada tahun 2013 yaitu 5.151,3%. Ini artinya perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal tahun 2013 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal terendah sebesar 0% yang terjadi pada tahun 2011 dan tahun 2013. Ini

berarti perbandingan hutang jangka panjang terhadap ekuitas tahun 2011 dan tahun 2013 jauh di bawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa perbandingan hutang jangka panjang terhadap ekuitas rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi yaitu sebesar 86,6%, sedangkan perbandingan hutang jangka panjang terhadap ekuitas rata-rata terendah terjadi pada sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur yaitu sebesar 28,4%. Sedangkan perbandingan hutang jangka panjang terhadap ekuitas rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 69,8% untuk sektor Barang Konsumsi, 66,3% untuk sektor Pertanian, 57,1% untuk sektor Pertambangan, 43,5,% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi, 42,2% untuk sektor Industri Dasar dan Kimia dan 40,2% untuk sektor Aneka Industri. Untuk perbandingan hutang jangka panjang terhadap ekuitas tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Barang Konsumsi, yaitu sebesar 5.151,3% sedangkan perbandingan hutang jangka panjang terhadap ekuitas terendah juga terletak pada sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur dan sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi yaitu 0%.

9. Market Debt to Equity Ratio (X2.4)

Market Debt equity ratio mencerminkan perbandingan hutang perusahaan dengan nilai pasar. Rasio ini melihat bagaimana perbandingan hutang dengan nilai pasar perusahaan. Berikut ini hasil perhitungan Market Debt equity ratio per sektor:

Tabel 14
Rekapitulasi Market Debt Equity Ratio

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	0.856	2.727	0.000
	2012	1.292	8.673	0.004
	2013	2.015	19.162	0.003
	2014	1.780	15.739	0.001
	TOTAL	1.486	19.162	0.000
2	PERTAMBANGAN			
	2011	0.570	2.584	0.008
	2012	0.871	4.015	0.008
	2013	1.436	5.618	0.008
	2014	2.165	17.408	0.019
	TOTAL	1.261	17.408	0.008
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	1.808	12.240	0.039
	2012	2.224	17.116	0.037
	2013	2.588	12.863	0.049
	2014	2.584	15.576	0.045
	TOTAL	2.301	17.116	0.037

4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	2.427	25.119	0.023
	2012	1.516	38.769	0.016
	2013	2.317	78.961	0.013
	2014	2.157	80.647	0.008
	TOTAL	2.104	80.647	0.008
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	0.466	3.232	0.030
	2012	0.471	3.762	0.036
	2013	0.701	7.050	0.031
	2014	0.857	13.038	0.030
	TOTAL	0.624	13.038	0.030
6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	0.929	6.290	0.034
	2012	0.938	9.948	0.048
	2013	1.014	3.855	0.061
	2014	0.877	3.664	0.068
	TOTAL	0.940	9.948	0.034
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	1.144	6.504	0.006
	2012	2.156	18.775	0.007
	2013	3.240	40.011	0.019
	2014	1.988	25.559	0.027
	TOTAL	2.132	40.011	0.007
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	1.061	6.252	0.013
	2012	0.970	6.216	0.033
	2013	1.761	47.568	0.004
	2014	1.158	9.842	0.024
	TOTAL	1.238	47.568	0.004
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	1.230	25.119	0.000
	2012	1.433	38.769	0.004
	2013	2.041	78.961	0.003
	2014	1.828	80.647	0.001
	TOTAL	1.633	80.647	0.000

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator market debt to equity ratio bisa dilihat dari Tabel 14 terlihat secara umum indikator market debt to equity ratio atau perbandingan hutang dengan nilai pasar ekuitas yang disimbolkan dengan X2.4 secara umum perbandingan hutang dengan nilai pasar ekuitas rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 163,3%. Perbandingan hutang dengan nilai pasar ekuitas tertinggi terjadi pada tahun 2014 yaitu 8.064,7%. Ini artinya perbandingan hutang dengan nilai pasar ekuitas tahun 2014 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan perbandingan hutang dengan nilai pasar ekuitas terendah sebesar 0% yang terjadi pada tahun 2011. Ini berarti perbandingan hutang dengan nilai pasar ekuitas tahun 2011 jauh di bawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa perbandingan hutang dengan nilai pasar ekuitas rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Industri Dasar dan Kimia yaitu sebesar 230,1%, sedangkan perbandingan hutang dengan nilai pasar ekuitas rata-rata terendah terjadi pada sektor Barang Konsumsi yaitu sebesar 62,4%. Sedangkan perbandingan hutang dengan nilai pasar ekuitas rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 213,2% untuk sektor Transportasi, Jasa dan Investasi, 210,4% untuk sektor Aneka Industri, 148,6% untuk sektor Pertanian, 126,1% untuk sektor Pertambangan, 123,8% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi, dan 94,0% untuk sektor Property, Estate dan Infrastruktur. Untuk perbandingan hutang dengan nilai pasar ekuitas tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Aneka Industri yaitu sebesar 8.064,7% sedangkan perbandingan hutang dengan nilai pasar ekuitas terendah terletak pada sektor Pertanian yaitu 0%.

10. Dividend Payout Ratio (X3.1)

Dividend pay out ratio menunjukkan persentase laba bersih perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk kas. Alokasi penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran dividen merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen. Karena keputusan besarnya pembagian dividen akan mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan untuk membiayai investasi perusahaan. Berikut ini hasil perhitungan Dividend pay out ratio per sektor:

Tabel 15
Rekapitulasi Dividend Pay Out Ratio

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	0.072	0.438	0.000
	2012	0.126	0.400	0.000
	2013	0.117	0.419	0.000
	2014	0.083	0.436	0.000
	TOTAL	0.099	0.438	0.000

2	PERTAMBANGAN			
	2011	0.080	0.523	0.000
	2012	0.394	3.850	0.000
	2013	0.121	1.093	0.000
	2014	0.064	0.409	0.000
	TOTAL	0.165	3.850	0.000
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	0.088	1.415	0.000
	2012	0.112	0.952	0.000
	2013	0.160	4.167	0.000
	2014	0.083	0.964	0.000
	TOTAL	0.111	4.167	0.000
4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	0.350	9.286	0.000
	2012	0.112	0.566	0.000
	2013	0.070	0.389	0.000
	2014	0.077	0.561	0.000
	TOTAL	0.152	9.286	0.000
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	0.111	0.625	0.000
	2012	0.254	1.581	0.000
	2013	0.149	0.814	0.000
	2014	0.093	0.802	0.000
	TOTAL	0.152	1.581	0.000
6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	0.026	0.404	0.000
	2012	0.106	0.547	0.000
	2013	0.151	3.269	0.000
	2014	0.435	13.150	0.000
	TOTAL	0.179	13.150	0.000
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	3.099	73.333	0.000
	2012	0.214	3.021	0.000
	2013	0.139	2.158	0.000
	2014	0.072	1.469	0.000
	TOTAL	0.881	73.333	0.000

8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	0.106	3.674	0.000
	2012	0.182	4.326	0.000
	2013	0.276	14.333	0.000
	2014	0.075	0.707	0.000
	TOTAL	0.160	14.333	0.000
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	0.344	73.333	0.000
	2012	0.174	4.326	0.000
	2013	0.164	14.333	0.000
	2014	0.124	13.150	0.000
	TOTAL	0.201	73.333	0.000

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator dividend payout ratio bisa dilihat dari Tabel 15 terlihat secara umum indikator dividend payout ratio atau rasio pembayaran dividen yang disimbolkan dengan X1.1 secara umum rasio pembayaran dividen rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 20,1%. Rasio pembayaran dividen tertinggi terjadi pada tahun 2011 yaitu 7.333,3% yang terjadi pada tahun 2011. Ini artinya rasio pembayaran dividen tahun 2011 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan rasio pembayaran dividen terendah sebesar 0% yang terjadi pada tahun 2014. Ini berarti rasio pembayaran dividen tahun 2014 jauh di bawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa rasio pembayaran dividen rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi yaitu sebesar 88,1%, sedangkan rasio pembayaran dividen rata-rata terendah terjadi pada sektor Pertanian yaitu sebesar 9,9%. Sedangkan rasio pembayaran dividen rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 17,9% untuk sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur, 16,5% untuk sektor Pertambangan, 16,0% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi, 15,2% untuk sektor Barang Konsumsi, 12,0% untuk sektor Aneka Industri dan 11,1% untuk sektor Industri Dasar dan Kimia. Untuk rasio pembayaran dividen tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi, dan sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi yaitu sebesar 7.333,3% sedangkan rasio pembayaran dividen terendah sebesar 0% terletak pada semua sektor.

11. Dividend Yield (X3.2)

Dividend yield mencerminkan return yang diperoleh pemilik perusahaan dibandingkan dengan harga sahamnya. Semakin tinggi dividend yield semakin besar return yang dihasilkan pemegang saham. Berikut ini hasil perhitungan dividend yield per sektor:

Tabel 16
Rekapitulasi Dividend Yield

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	0.016	0.130	0.000
	2012	0.023	0.092	0.000
	2013	0.016	0.079	0.000
	2014	0.012	0.095	0.000
	TOTAL	0.017	0.130	0.000
2	PERTAMBANGAN			
	2011	0.019	0.198	0.000
	2012	0.083	1.659	0.000
	2013	0.015	0.141	0.000
	2014	0.011	0.105	0.000
	TOTAL	0.032	1.659	0.000
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	0.015	0.271	0.000
	2012	0.020	0.173	0.000
	2013	0.023	0.654	0.000
	2014	0.012	0.201	0.000
	TOTAL	0.017	0.654	0.000
4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	0.032	0.435	0.000
	2012	0.024	0.132	0.000
	2013	0.011	0.081	0.000
	2014	0.009	0.078	0.000
	TOTAL	0.019	0.435	0.000
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	0.027	0.276	0.000
	2012	0.080	0.642	0.000
	2013	0.081	0.983	0.000
	2014	0.019	0.263	0.000
	TOTAL	0.052	0.983	0.000

6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	0.003	0.064	0.000
	2012	0.017	0.140	0.000
	2013	0.021	0.288	0.000
	2014	0.032	1.139	0.000
	TOTAL	0.018	1.139	0.000
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	0.010	0.089	0.000
	2012	0.018	0.131	0.000
	2013	0.011	0.114	0.000
	2014	0.011	0.125	0.000
	TOTAL	0.012	0.131	0.000
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	0.009	0.131	0.000
	2012	0.017	0.270	0.000
	2013	0.009	0.303	0.000
	2014	0.013	0.294	0.000
	TOTAL	0.012	0.303	0.000
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	0.015	0.435	0.000
	2012	0.031	1.659	0.000
	2013	0.022	0.983	0.000
	2014	0.016	1.139	0.000
	TOTAL	0.021	1.659	0.000

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator dividend yield bisa dilihat dari Tabel 16 terlihat secara umum indikator dividend yield atau return terhadap saham yang disimbolkan dengan X1.1 secara umum return terhadap saham rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 2,1%. Return terhadap saham tertinggi terjadi pada tahun 2011 yaitu 165,9 yang terjadi pada tahun 2012. Ini artinya return terhadap saham tahun 2012 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan return terhadap saham terendah sebesar 0% yang terjadi pada setiap tahun. Ini berarti return terhadap saham setiap tahun di bawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa return terhadap saham rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Barang Konsumsi yaitu sebesar 5,2%, sedangkan return terhadap saham rata-rata terendah terjadi pada sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi dan sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi yaitu sebesar 1,20%. Sedangkan return terhadap saham rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 3,2% untuk sektor Pertambangan, 1,9% untuk sektor Aneka Industri, 1,8% untuk sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur, 1,7% untuk sektor Industri Dasar dan Kimia dan sektor Pertanian. Untuk return terhadap saham tertinggi untuk kedelapan

sektor terjadi pada sektor Pertambangan yaitu sebesar 165,9% sedangkan return terhadap saham terendah sebesar 0% terletak pada semua sektor.

12. Total Assets (X4.1)

Total asset menunjukkan besarnya kekayaan yang dimiliki perusahaan yang diukur dengan jumlah total aset. Berikut ini hasil perhitungan Total asset per sektor:

Tabel 17
Rekapitulasi Total Assets

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	15.050	17.055	11.994
	2012	15.224	17.095	12.317
	2013	15.325	17.150	12.449
	2014	15.469	17.249	12.509
	TOTAL	15.267	17.249	11.994
2	PERTAMBANGAN			
	2011	14.765	17.754	9.237
	2012	15.337	17.985	11.909
	2013	15.642	18.230	11.964
	2014	15.690	18.195	12.622
	TOTAL	15.359	18.230	9.237
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	14.090	17.864	11.493
	2012	14.152	17.979	11.461
	2013	14.321	18.236	11.496
	2014	14.419	18.211	11.480
	TOTAL	14.246	18.236	11.461
4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	14.277	18.849	11.229
	2012	14.432	19.021	11.324
	2013	14.639	19.181	11.587
	2014	14.731	19.279	11.682
	TOTAL	14.520	19.279	11.229
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	14.312	17.797	11.679
	2012	14.424	17.900	11.819
	2013	14.692	18.167	12.073
	2014	14.813	18.269	12.060
	TOTAL	14.560	18.269	11.679

6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	14.567	16.720	11.575
	2012	14.774	17.029	11.572
	2013	14.977	17.259	11.494
	2014	15.080	17.447	11.433
	TOTAL	14.850	17.447	11.433
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	14.539	18.451	10.945
	2012	14.770	18.528	10.760
	2013	14.964	18.667	10.588
	2014	15.108	18.764	10.509
	TOTAL	14.845	18.764	10.509
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	13.831	16.880	9.885
	2012	13.950	17.121	9.954
	2013	14.128	17.273	9.934
	2014	14.271	17.677	10.051
	TOTAL	14.045	17.677	9.885
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	14.306	18.849	9.237
	2012	14.485	19.021	9.954
	2013	14.687	19.181	9.934
	2014	14.798	19.279	10.051
	TOTAL	14.569	19.279	9.237

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator total assets bisa dilihat dari Tabel 17 terlihat secara umum indikator total assets atau Ln dari total aset yang disimbolkan dengan X4.1 secara umum Ln dari total aset rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 1.456,9%. Ln dari total aset tertinggi terjadi pada tahun 2014 yaitu 1.927,9%. Ini artinya ukuran total aset tahun 2014 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan Ln dari total aset terendah sebesar 923,7% yang terjadi pada tahun 2011. Ini berarti Ln dari total aset tahun 2011 jauh di bawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa Ln dari total aset rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Pertambangan yaitu sebesar 1.535,9%, sedangkan Ln dari total aset rata-rata terendah terjadi pada sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi yaitu sebesar 1.404,5%. Sedangkan Ln dari total aset rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 1.526,7% untuk sektor Pertanian, 1.485,0% untuk sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur, 1.484,5% untuk sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi, 1.456,0% untuk sektor Barang Konsumsi, 1.452,0% untuk sektor Aneka Industri dan 1.404,5% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi. Untuk

Ln dari total aset tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Aneka Industri yaitu sebesar 1.927,9% sedangkan Ln dari total aset terendah terletak pada sektor Pertanian yaitu 1.724,9%.

13. Sales (X4.2)

Sales menunjukkan besarnya kekayaan yang dimiliki perusahaannya yang diukur dengan jumlah total penjualan (sales). Berikut ini hasil perhitungan sales per sektor:

Tabel 18
Rekapitulasi Sales

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	14.548	16.704	9.468
	2012	14.591	16.875	9.859
	2013	14.682	17.061	10.120
	2014	14.817	17.188	9.982
	TOTAL	14.659	17.188	9.468
2	PERTAMBANGAN			
	2011	14.313	17.403	9.649
	2012	14.742	17.399	11.199
	2013	14.843	17.512	9.531
	2014	14.733	17.562	11.108
	TOTAL	14.658	17.562	9.531
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	13.993	16.960	10.140
	2012	14.084	17.008	10.706
	2013	14.142	17.298	9.382
	2014	14.238	17.305	10.455
	TOTAL	14.114	17.305	9.382
4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	14.420	18.907	11.050
	2012	14.519	19.052	11.138
	2013	14.651	19.083	11.255
	2014	14.657	19.122	11.158
	TOTAL	14.562	19.122	11.050
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	14.576	17.783	11.926
	2012	14.708	18.015	12.082
	2013	14.853	18.133	12.168
	2014	14.998	18.206	12.312
	TOTAL	14.784	18.206	11.926

6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	13.220	15.862	9.663
	2012	13.488	16.109	9.503
	2013	13.730	16.291	9.340
	2014	13.862	16.338	9.951
	TOTAL	13.575	16.338	9.340
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	13.677	18.082	9.896
	2012	13.987	18.161	9.883
	2013	14.178	18.234	9.541
	2014	14.176	18.312	9.567
	TOTAL	14.005	18.312	9.541
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	13.427	16.718	9.632
	2012	13.562	17.118	9.524
	2013	13.630	17.368	8.869
	2014	13.676	17.548	8.905
	TOTAL	13.574	17.548	8.869
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	13.885	18.907	9.468
	2012	14.065	19.052	9.503
	2013	14.190	19.083	8.869
	2014	14.252	19.122	8.905
	TOTAL	14.098	19.122	8.869

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator sales bisa dilihat dari Tabel 18 terlihat secara umum indikator sales atau Ln dari penjualan yang disimbolkan dengan X4.2 secara umum Ln dari penjualan rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 1.409,8%. Ln dari penjualan tertinggi terjadi pada tahun 2014 yaitu 1.912,2%. Ini artinya Ln dari penjualan tahun 2014 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan Ln dari penjualan terendah sebesar 886,9% yang terjadi pada tahun 2013. Ini berarti Ln dari penjualan tahun 2012 jauh dibawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa Ln dari penjualan rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Barang Konsumsi yaitu sebesar 1.478,4%, sedangkan Ln dari penjualan rata-rata terendah terjadi pada sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi yaitu sebesar 1.357,4%. Sedangkan Ln dari penjualan rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 1.465,9% untuk sektor Pertanian, 1.465,8% untuk sektor Pertambangan, 1.456,2% untuk sektor Aneka Industri, 1.411,4% untuk sektor Industri Dasar dan Kimia, 1.400,5% untuk sektor Transportasi, Jasa dan Investasi, dan 1.357,5% untuk sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur. Untuk Ln

dari penjualan tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Aneka Industri yaitu sebesar 1.912,2%, sedangkan Ln dari penjualan terendah terletak pada sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi yaitu 886,9%.

14. Return On Asset (Y1.1)

ROA merupakan besarnya keuntungan yang diperoleh perusahaan atas aset, yang diukur dari besarnya laba bersih terhadap total aset. Berikut ini hasil perhitungan ROA per sektor:

Tabel 19
Rekapitulasi ROA

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	0.083	0.267	-0.289
	2012	0.079	0.217	-0.061
	2013	0.042	0.167	-0.169
	2014	0.031	0.139	-0.055
	TOTAL	0.058	0.267	-0.289
2	PERTAMBANGAN			
	2011	0.074	0.368	-0.223
	2012	0.065	0.292	-0.111
	2013	0.044	0.273	-0.087
	2014	0.008	0.153	-0.163
	TOTAL	0.048	0.368	-0.223
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	0.061	0.460	-0.186
	2012	0.057	0.321	-0.105
	2013	0.043	0.265	-0.346
	2014	0.038	0.208	-0.107
	TOTAL	0.050	0.460	-0.346
4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	0.066	0.193	-0.029
	2012	0.067	0.325	-0.117
	2013	0.047	0.197	-0.092
	2014	0.043	0.240	-0.092
	TOTAL	0.056	0.325	-0.117
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	0.143	0.416	-0.081
	2012	0.265	4.240	-0.041
	2013	0.131	0.669	-0.042
	2014	0.106	0.402	-0.047
	TOTAL	0.161	4.240	-0.081

6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	0.045	0.151	-0.148
	2012	0.046	0.209	-0.304
	2013	0.058	0.316	-0.244
	2014	0.053	0.196	-0.307
	TOTAL	0.050	0.316	-0.307
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	0.386	8.684	-0.195
	2012	0.007	0.237	-1.075
	2013	0.042	0.273	-0.168
	2014	0.039	0.261	-0.118
	TOTAL	0.118	8.684	-1.075
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	0.044	0.363	-0.351
	2012	0.068	0.543	-0.092
	2013	0.053	0.411	-0.197
	2014	0.047	0.613	-0.142
	TOTAL	0.053	0.613	-0.351
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	0.091	8.684	-0.351
	2012	0.078	4.240	-1.075
	2013	0.057	0.669	-0.346
	2014	0.047	0.613	-0.307
	TOTAL	0.068	8.684	-1.075

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator return on asset bisa dilihat dari Tabel 19 terlihat secara umum indikator return on asset atau imbal balik terhadap aset yang disimbolkan dengan Y1.1. Secara umum imbal balik terhadap aset rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 6,8%. Imbal balik terhadap aset tertinggi terjadi pada tahun 2011 yaitu 868,4%. Ini artinya imbal balik terhadap aset tahun 2011 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan imbal balik terhadap aset terendah sebesar -107,5% yang terjadi pada tahun 2012. Ini berarti imbal balik terhadap aset tahun 2012 jauh di bawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa imbal balik terhadap aset rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Barang Konsumsi yaitu sebesar 16,1%, sedangkan imbal balik terhadap aset rata-rata terendah terjadi pada sektor Pertambangan yaitu sebesar 4,80%. Sedangkan imbal balik terhadap aset rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 11,8% untuk sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi, 5,8% untuk sektor Pertanian, 5,6% untuk sektor Aneka Industri, 5,3% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi, dan 5,0% untuk sektor Industri Dasar & Kimia, dan untuk sektor Property, Real Estate & Infrastruktur. Untuk imbal balik

terhadap aset tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi, yaitu sebesar 868,4% sedangkan imbal balik terhadap aset terendah terletak pada sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi yaitu -107,5%.

15. Basic Earning Power (Y1.2)

BEP menggambarkan besarnya laba operasi yang diperoleh perusahaan dari investasi setiap Rupiah asset perusahaan. Hal ini didasarkan pada pemikiran bahwa penggunaan hutang harus diharapkan bisa menghasilkan laba operasi (EBIT) yang lebih besar dari bunga yang dibayarkan. Penggunaan hutang dapat dibenarkan selama diharapkan dapat menghasilkan rentabilitas ekonomi (atau Basic Earning Power) yang lebih besar dari tingkat bunga pinjaman. Berikut ini hasil perhitungan BEP per sektor:

Tabel 20
Rekapitulasi Basic Earning Power(BEP)

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	0.137	0.337	-0.073
	2012	0.109	0.285	-0.053
	2013	0.076	0.228	-0.060
	2014	0.073	0.324	-0.051
	TOTAL	0.099	0.337	-0.073
2	PERTAMBANGAN			
	2011	0.130	0.478	-0.187
	2012	0.097	0.390	-0.110
	2013	0.068	0.259	-0.086
	2014	0.044	0.201	-0.074
	TOTAL	0.085	0.478	-0.187
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	0.091	0.647	-0.099
	2012	0.080	0.352	-0.156
	2013	0.072	0.283	-0.149
	2014	0.064	0.279	-0.072
	TOTAL	0.077	0.647	-0.156
4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	0.087	0.261	-0.035
	2012	0.075	0.250	-0.110
	2013	0.065	0.247	-0.119
	2014	0.052	0.313	-0.084
	TOTAL	0.070	0.313	-0.119

5	BARANG KONSUMSI			
	2011	0.188	0.558	-0.077
	2012	0.342	5.264	-0.013
	2013	0.176	0.871	-0.025
	2014	0.150	0.545	-0.058
	TOTAL	0.214	5.264	-0.077
6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	0.062	0.189	-0.018
	2012	0.066	0.189	-0.023
	2013	0.079	0.291	-0.156
	2014	0.072	0.215	-0.044
	TOTAL	0.070	0.291	-0.156
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	0.072	0.337	-0.181
	2012	0.014	0.320	-1.088
	2013	0.062	0.356	-0.163
	2014	0.054	0.318	-0.147
	TOTAL	0.051	0.356	-1.088
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	0.081	0.487	-0.330
	2012	0.092	0.428	-0.036
	2013	0.076	0.439	-0.248
	2014	0.066	0.405	-0.109
	TOTAL	0.079	0.487	-0.330
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	0.098	0.647	-0.330
	2012	0.104	5.264	-1.088
	2013	0.083	0.871	-0.248
	2014	0.071	0.545	-0.147
	TOTAL	0.089	5.264	-1.088

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator basic earning power bisa dilihat dari Tabel 20 terlihat secara umum indikator basic earning power atau laba operasi terhadap total aset yang disimbolkan dengan X1.1. Secara umum laba operasi terhadap total aset rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 8,9%. Laba operasi terhadap total aset tertinggi terjadi pada tahun 2012 yaitu 526,40%. Ini artinya laba operasi terhadap total aset tahun 2011 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan laba operasi terhadap total aset terendah sebesar -108,8% yang terjadi pada tahun 2012. Ini berarti laba operasi terhadap total aset tahun 2012 jauh dibawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa laba operasi terhadap total aset rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Barang Konsumsi yaitu sebesar 21,4%, sedangkan laba operasi terhadap total aset rata-rata terendah terjadi pada sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi yaitu sebesar 5,1%. Sedangkan laba operasi terhadap total aset rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 9,9% untuk sektor Pertanian, 8,5% untuk sektor Pertambangan, 7,9% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi, 7,7% untuk sektor Industri Dasar dan Kimia, 7,0% untuk sektor Aneka Industri dan untuk sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur. Untuk laba operasi terhadap total aset tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Barang Konsumsi yaitu sebesar 526,4% sedangkan laba operasi terhadap total aset terendah terletak pada sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi yaitu -108,8%.

16. Tobin's Q (Z1.1)

Tobin's Q diukur dengan perhitungan nilai pasar ekuitas ditambah dengan nilai buku utang jangka pendek dan nilai buku hutang jangka panjang dibagi dengan total asset. Berikut ini hasil perhitungan Tobin's Q per sektor:

Tabel 21
Rekapitulasi Tobin's Q

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	0.693	4.291	0.004
	2012	4.022	28.106	0.650
	2013	3.458	20.250	0.742
	2014	4.424	32.025	0.487
	TOTAL	3.149	32.025	0.004
2	PERTAMBANGAN			
	2011	0.508	1.308	0.137
	2012	3.512	49.741	0.328
	2013	2.695	36.511	0.427
	2014	1.911	17.698	0.690
	TOTAL	2.156	49.741	0.137
3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	0.693	4.490	0.039
	2012	1.352	6.765	0.460
	2013	1.169	4.729	0.393
	2014	1.197	5.348	0.101
	TOTAL	1.103	4.490	0.039

4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	0.671	2.471	0.187
	2012	2.542	33.315	0.412
	2013	1.981	30.573	0.437
	2014	2.185	41.007	0.439
	TOTAL	1.845	41.007	0.187
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	1.435	14.333	0.098
	2012	4.285	30.653	0.613
	2013	3.267	16.281	0.375
	2014	2.967	14.408	0.379
	TOTAL	2.989	30.653	0.098
6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	0.645	2.016	0.071
	2012	1.255	3.617	0.377
	2013	1.219	3.497	0.383
	2014	1.387	4.147	0.337
	TOTAL	1.127	4.147	0.071
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	0.819	6.138	0.120
	2012	3.209	37.654	0.456
	2013	1.874	14.801	0.455
	2014	1.863	12.295	0.099
	TOTAL	1.941	37.654	0.099
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	0.953	13.039	0.141
	2012	1.729	10.377	0.256
	2013	1.682	9.874	0.344
	2014	1.667	11.086	0.321
	TOTAL	1.508	11.086	0.141
9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	0.806	14.333	0.004
	2012	2.330	49.741	0.256
	2013	1.906	36.511	0.344
	2014	1.910	41.007	0.099
	TOTAL	1.738	49.741	0.004

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator Tobin's Q bisa dilihat dari Tabel 21 terlihat secara umum indikator Tobin's Q atau nilai pasar ekuitas dan nilai buku hutang terhadap aset yang disimbolkan dengan Z1.1. Secara umum nilai pasar ekuitas dan nilai buku hutang terhadap aset rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 173,8%. Nilai pasar ekuitas dan nilai buku hutang tertinggi terjadi pada tahun 2012 yaitu 4.974,1% yang terjadi pada tahun 2012. Ini artinya nilai pasar ekuitas dan nilai buku hutang terhadap aset tahun 2012 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan nilai pasar ekuitas dan nilai buku hutang terhadap aset terendah sebesar 0,4% yang terjadi pada tahun 2011. Ini berarti nilai pasar ekuitas dan nilai buku hutang terhadap aset tahun 2011 jauh dibawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa nilai pasar ekuitas dan nilai buku hutang terhadap aset rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Pertanian yaitu sebesar 314,9%, sedangkan nilai pasar ekuitas dan nilai buku hutang terhadap aset rata-rata terendah terjadi pada sektor Industri Dasar dan Kimia yaitu sebesar 110,3%. Sedangkan nilai pasar ekuitas dan nilai buku hutang terhadap aset rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 298,9% untuk sektor Barang Konsumsi, 215,6% untuk sektor Pertambangan, 194,1% untuk sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi, 184,5% untuk sektor Aneka Industri, 150,8% untuk sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi, dan 112,7% untuk sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur. Untuk nilai pasar ekuitas dan nilai buku hutang terhadap aset tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Pertambangan yaitu sebesar 4.974,1% sedangkan nilai pasar ekuitas dan nilai buku hutang terhadap aset terendah terletak pada sektor Pertanian yaitu 0,4%.

17. Price To Book Value (Z1.2)

PBV mengukur kemakmuran pemegang saham dengan perbandingan harga pasar saham terhadap nilai buku per saham. Berikut ini hasil perhitungan PBV per sektor:

Tabel 22
Rekapitulasi Price To Book Value(PBV)

NO	TAHUN	AVERAGE	MAX	MIN
1	PERTANIAN			
	2011	2.454	9.386	0.397
	2012	3.955	17.667	0.161
	2013	3.203	21.154	0.141
	2014	4.102	33.400	0.054
	TOTAL	3.428	33.400	0.054
2	PERTAMBANGAN			
	2011	6.113	92.667	0.576
	2012	4.625	46.667	0.451
	2013	3.173	16.909	0.295
	2014	2.055	11.086	-5.727
	TOTAL	3.992	92.667	-5.727

3	INDUSTRI DASAR DAN KIMIA			
	2011	1.542	9.817	0.215
	2012	1.382	5.176	-3.176
	2013	1.359	13.399	-0.284
	2014	1.244	6.700	-0.241
	TOTAL	1.382	13.399	-3.176
4	ANEKA INDUSTRI			
	2011	2.089	15.970	0.000
	2012	1.593	5.537	0.224
	2013	1.430	4.887	0.035
	2014	1.387	5.960	0.033
	TOTAL	1.625	15.970	0.000
5	BARANG KONSUMSI			
	2011	4.695	39.004	0.597
	2012	6.633	47.269	0.543
	2013	5.842	46.595	0.310
	2014	4.739	43.118	-2.381
	TOTAL	5.477	47.269	-2.381
6	PROPERTY, REAL ESTATE & INFRASTRUKTUR			
	2011	1.358	4.882	0.161
	2012	1.590	4.348	0.195
	2013	1.378	5.556	-4.545
	2014	1.749	7.870	-2.778
	TOTAL	1.519	7.870	-4.545
7	TRANSPORTASI, UTILITAS & TELEKOMUNIKASI			
	2011	2.108	8.310	0.093
	2012	2.510	8.984	-1.126
	2013	4.779	37.222	0.316
	2014	5.439	73.500	0.408
	TOTAL	3.709	73.500	-1.126
8	PERDAGANGAN, JASA DAN INVESTASI			
	2011	2.699	19.565	0.094
	2012	2.630	15.231	0.108
	2013	2.591	20.267	0.008
	2014	2.507	17.746	0.099
	TOTAL	2.607	20.267	0.008

9	TOTAL SEMUA EMITEN			
	2011	2.075	92.667	0.000
	2012	2.196	47.269	-3.176
	2013	2.061	46.595	-4.545
	2014	1.984	73.500	-5.727
	TOTAL	2.079	92.667	-5.727

Sumber : data diolah 2017

Hasil perhitungan indikator price to book value bisa dilihat dari Tabel 22 terlihat secara umum indikator price to book value atau harga pasar saham terhadap nilai buku saham yang disimbolkan dengan Z1.2 secara umum harga pasar saham terhadap nilai buku saham rata-rata perusahaan-perusahaan di Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebesar 207,9%. Harga pasar saham terhadap nilai buku saham tertinggi terjadi pada tahun 2011 yaitu 9.266,7%. Ini artinya harga pasar saham terhadap nilai buku saham tahun 2011 jauh di atas rata-rata selama 4 tahun pengamatan. Sedangkan harga pasar saham terhadap nilai buku saham terendah sebesar -572,7% terjadi pada tahun 2014. Ini berarti harga pasar saham terhadap nilai buku saham tahun 2014 jauh di bawah rata-rata selama empat tahun pengamatan.

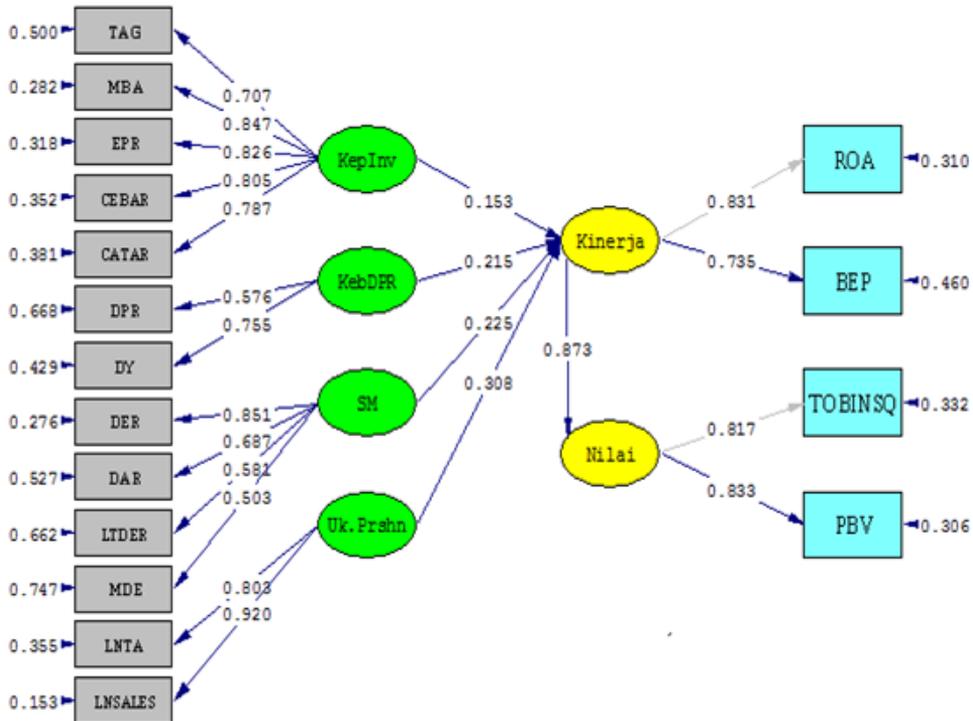
Jika dilihat dari sudut sektor-sektor yang ada terlihat bahwa harga pasar saham terhadap nilai buku saham rata-rata tertinggi sejak tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 terjadi pada sektor Barang Konsumsi yaitu sebesar 547,7%, sedangkan harga pasar saham terhadap nilai buku saham rata-rata terendah terjadi pada sektor Industri Dasar dan Kimia yaitu sebesar 138,2%. Sedangkan harga pasar saham terhadap nilai buku saham rata-rata sektor lainnya adalah sebesar 399,2% untuk sektor Pertambangan, 370,9% untuk sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi, 342,8% untuk sektor Pertanian, 260,7% untuk sektor Transportasi, Utilitas dan Telekomunikasi, 162,5% untuk sektor Aneka Industri dan 151,9% untuk sektor Property, Real Estate dan Infrastruktur. Untuk nilai pasar ekuitas dan nilai buku hutang terhadap aset tertinggi untuk kedelapan sektor terjadi pada sektor Pertambangan yaitu sebesar 9.266,7%, sedangkan nilai pasar ekuitas dan nilai buku hutang terhadap aset terendah terletak pada sektor Barang Konsumsi yaitu -572,7%.

5.4 Analisis Verifikatif

5.4.1. Struktur Hubungan Seluruh Variabel

Setelah dilakukan analisis terhadap instrumen penelitian dan analisis penskalaan, maka data yang sudah dikumpulkan selanjutnya digunakan untuk menganalisis dan menguji rumusan pengujian hipotesis berdasarkan Structural Equation Modelling (SEM).

Struktur hubungan seluruh variabel yang diteliti meliputi keputusan investasi, kebijakan Deviden Payout Ratio, Struktur Modal, ukuran perusahaan, kinerja keuangan dan nilai perusahaan dapat dilihat pada Gambar 2.



Gambar 2
Struktur Hubungan Seluruh Variabel

Hasil struktur hubungan seluruh variabel dengan menggunakan software Lisrel 8.7 sebagaimana Gambar 2 di atas, masing-masing dimensi penelitian perlu dijelaskan lebih lanjut. Penjelasan ini diperlukan karena masing-masing variabel diukur secara tidak langsung, tetapi dibentuk oleh sejumlah indikator yang perlu ditelaah peranannya untuk membentuk variabel-variabel tersebut.

5.4.2. Analisis Konstruk Variabel

Untuk mengetahui pengujian data sekunder maka perlu dilakukan uji konstruk tiap-tiap variabel. Pengujian confirmatory factor analysis (CFA) dilakukan untuk mengetahui model konstruk yang membentuk model pengukuran secara keseluruhan dengan program aplikasi statistik Lisrel 8.7.

Ada enam variabel dalam penelitian ini, yaitu: mengenai keputusan investasi, Struktur Modal, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, kinerja keuangan dan nilai perusahaan.

1. Pengukuran Keputusan Investasi

Keputusan investasi adalah keputusan perusahaan mengenai penentuan kombinasi aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa yang akan datang. Indikator dari keputusan investasi meliputi: total assets growth, market to book assets ratio, earnings to price ratio, capital expenditure to book value assets ratio, dan current assets to total assets ratio. Untuk mengetahui apakah indikator tersebut dapat digunakan sebagai indikator keputusan investasi, dapat diamati dari nilai loading factor atau koefisien lamda (λ) yang dapat dilihat pada Tabel 23.

Tabel 23 menunjukkan bahwa loading factor didasarkan pada rule of thumb yang sering digunakan dalam analisis faktor. Nilai setiap indikator menunjukkan nilai di atas nilai kritis $\geq 0,30$ (Bachrudin&Tobing dalam Hasnawati & Sawir, 2015). Dengan demikian, semua indikator bermakna sebagai instrumen pengukur variabel keputusan investasi.

Tabel 23
Pengukuran Nilai Keputusan Investasi

Indikator variable	Loading factor	Error	R2
Total assets growth	0,707	0,500	0.500
Market to book assets ratio	0,847	0,282	0,718
Earning to price ratio	0,826	0,318	0,682
Capital expenditure to book value assets ratio	0,805	0,352	0,648
Current assets to total assets ratio	0,787	0,381	0,619

Sumber: Diolah peneliti dengan program Lisrel 8.7 (2017)

Bila dilihat dari nilai loading factor, Tabel 23 secara berurutan menunjukkan bahwa market to book assets ratio dan Earning to Price Ratio merupakan indikator yang paling kuat dalam menjelaskan variabel keputusan investasi karena memiliki loading faktor 0,847 dan 0.826. Menurut Bachrudin &Tobing dalam Hasnawati dan Sawir (2015), nilai loading factor yang melebihi dari 0,50 dikatakan sangat bermakna pada pembentukan suatu variabel laten. Nilai loading factor di atas 0,40 dinyatakan lebih bermakna dan nilai loading factor di atas 0,30 masih dikatakan bermakna dan signifikan dalam membentuk variabel laten. Artinya, keputusan investasi mempunyai dampak yang kuat pada semua indikator keputusan investasi tersebut. Urutan selanjutnya capital expenditure to book value assets ratio, current assets to total assets ratio dan total assets growth. Apabila dilihat dari R2 yang dihasilkan melalui persamaan struktural yang dihasilkan LISREL, maka variabel laten keputusan investasi mampu menerangkan indikator dengan persentase terbesar secara berurutan market to book asset ratio sebesar 71,8%, earning to price ratio

sebesar 68,2%, capital expenditure to book value assets ratio sebesar 64,8%, current assets to total assets sebesar 61,9% dan total assets growth sebesar 50,0%.

Keputusan investasi yang dilakukan perusahaan dilihat dari indikator-indikator yang dianggap penting dalam pengambilan keputusan perusahaan adalah indikator yang mencerminkan kesempatan investasi di masa yang akan datang (investment opportunity). Dalam penelitian ini keputusan investasi dibentuk melalui indikator investasi aktual dan indikator kesempatan investasi di masa yang akan datang. Indikator kesempatan investasi di masa yang akan datang ada tiga, yaitu market to book assets ratio, ratio capital expenditure to book value assets, dan earnings to price ratio. Ketiga indikator tersebut sangat signifikan dalam menjelaskan keputusan investasi dibandingkan dengan dua indikator investasi actual (actual investment) atau assets in place yaitu total assets growth dan current assets to total assets.

Hasil pengukuran keputusan investasi yang dihasilkan mendukung penelitian sebelumnya tentang composite measure investment opportunities yang dilakukan oleh Gaver&Gaver (1993); Jo et al (1994); Saputro&Hartono (2002); Adam&Goyal (2003). Penemuan empat penelitian tersebut pada umumnya menyatakan bahwa market to book assets ratio merupakan proksi yang paling baik dalam menjelaskan investment opportunities. Demikian juga dengan earnings to price ratio memiliki hasil yang konsisten dengan penelitian sebelumnya. Namun hasil ini ada yang berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Adam&Goyal (2003), dimana mereka menemukan bahwa capital expenditure merupakan proksi yang lemah dalam menjelaskan investment opportunity set. Perbedaan ini bisa disebabkan karena unit analisis yang digunakan memiliki kriteria yang berbeda. Mereka meneliti tentang metal mining industries di USA sedangkan penelitian ini mencakup 26 industri yang tercatat di Bursa Efek Jakarta.

Investasi aktual dengan menggunakan indikator total assets growth dan current assets to total assets ratio mampu menjelaskan variabel keputusan investasi, walaupun pada tingkat yang lebih rendah dibandingkan dengan investment opportunities. Namun nilai loadingnya sangat bermakna untuk menjelaskan variabel keputusan investasi.

2. Pengukuran Struktur Modal

Struktur modal adalah keputusan perusahaan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan yang dilihat dari struktur keuangan maupun struktur modal. Indikator keputusan pendanaan dalam penelitian ini terdiri dari book debt to equity ratio, book debt to assets ratio, long term debt to equity ratio, dan market debt equity ratio. Hasil pengukuran yang dilakukan melalui measurement model LISREL dapat dilihat pada Tabel 24 berikut ini.

Tabel 24
Pengukuran Nilai Struktur Modal

Indikator variabel	Loading Factor	Error	R2
Book debt to equity ratio	0,851	0,276	0,724
Book debt to assets ratio	0,687	0,527	0,473
Long term debt to equity ratio	0,581	0,662	0,338
Market debt equity ratio	0,503	0,747	0,253

Sumber: Diolah peneliti dengan program Lisrel 8.7 (2017)

Tabel 24 di atas menunjukkan bahwa loading factor indikator struktur modal menurut rule of thumb seluruhnya sangat bermakna dan signifikan menjelaskan variabel struktur modal perusahaan, yaitu yang memiliki loading factor di atas nilai + 0,50, masing-masing mulai dari urutan paling kuat book debt to equity ratio sebesar 0,851, book debt to assets ratio sebesar 0,687, long term debt to equity ratio sebesar 0,581 dan market debt equity ratio dengan nilai loading faktor sebesar 0,503. Artinya, struktur modal mempunyai dampak yang kuat pada semua indikator struktur modal tersebut. Apabila dilihat dari R2 yang dihasilkan melalui persamaan struktural yang dihasilkan LISREL, maka variabel laten struktur modal mampu menerangkan indikator dengan persentase terbesar secara berurutan book debt to equity ratio sebesar 72,4%, book debt to assets ratio sebesar 47,3%, long term debt to equity ratio sebesar 33,8% dan market debt equity ratio sebesar 25,3%.

Struktur modal merupakan salah satu keputusan penting perusahaan yang harus dipertimbangkan. Karena struktur modal merupakan pedang bermata dua terutama melalui kebijakan hutang. Satu sisi dapat memberi manfaat, dan disisi lain dapat menimbulkan bencana. Struktur modal perusahaan memiliki beberapa dimensi/indikator yang biasa digunakan seperti debt to equity ratio, debt to total assets ratio, short term debt to assets ratio, long term debt to total assets ratio. Seperti yang dilakukan oleh Smith&Watts (1992), Gaver&Gaver (1993), Jo et al (1994), dan Kallapur&Trombley (1999), dimana mereka menggunakan proksi variabel struktur modal secara terpisah untuk menjelaskan struktur modal perusahaan.

Titman&Wessels (1985) dan Chiarella et al (1992) melakukan composite measure atas rasio-rasio keuangan (debt ratio) yang menjelaskan keputusan pendanaan menjadi satu indeks dengan menggunakan LISREL. Hasil pengukuran empat debt ratio yang digunakan untuk menjelaskan struktur modal tersebut menghasilkan koefisien estimasi yang lemah. Berbeda dengan penelitian ini, secara umum indikator yang digunakan untuk membentuk variabel laten keputusan keuangan memiliki makna dan signifikan walau hanya 50% (tidak semua indikator memiliki makna yang kuat). Perbedaan ini dapat disebabkan penentuan indikator atau debt ratio yang digunakan berbeda dan penentuan struktur modal perusahaan sebagai pokok penelitian bukan keputusan pendanaan Titman&Wessels (1985) dan Chierella et al (1992). Mereka menggunakan empat indikator rasio hutang, yaitu long term debt to total assets ratio, short term debt total assets ratio, long term debt to market, dan short term debt to market.

Loading factor yang dihasilkan dari hasil pengukuran ternyata book debt to equity ratio memiliki pengaruh yang paling kuat dalam struktur modal. Artinya, rasio hutang terhadap ekuitas merupakan suatu keputusan yang penting karena berkaitan dengan kemampuan perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya (solvabilitas) dan manfaat yang akan di peroleh. Long term market debt ratio memiliki pengaruh pada urutan kedua yang dipertimbangkan manajemen dalam struktur modal, nilai market debt to equity ratio pada urutan ketiga, dan terakhir adalah book debt to assets ratio merupakan keputusan dengan pengaruh yang paling kecil dalam masalah struktur modal perusahaan.

3. Pengukuran Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah menyangkut kebijakan perusahaan tentang besarnya laba bersih perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Ada beberapa macam bentuk kebijakan dividen seperti cash dividend, stock dividend, stock split, dan stock repurchase. Dalam penelitian ini menggunakan dua indikator kebijakan dividen yang banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya, yaitu dividend pay out ratio dan dividend yield. Untuk mengetahui sejauh mana kedua indikator tersebut mampu menjelaskan variabel laten kebijakan dividen, dapat diamati melalui loading factor dari hasil pengukuran melalui LISREL model berikut.

Tabel 25
Pengukuran Nilai Kebijakan Dividen

Indikator variabel	Loading Factor	Error	R2
Dividend pay out ratio	0,576	0,668	0,332
Dividend yield	0,755	0,429	0,571

Sumber: Diolah peneliti dengan program Lisrel 8.7 (2017)

Tabel 25 di atas menunjukkan bahwa loading factor kedua indikator kebijakan dividen menunjukkan nilai 0,755 untuk dividend yield dan 0,576 untuk dividend payout ratio di atas nilai $> +0,50$. Loading factor sebesar 0,755 dan 0,576 menurut petunjuk rule of thumb mengandung arti bahwa dividend yield dan dividend pay out ratio kuat dan sangat bermakna dalam membentuk variabel laten kebijakan dividen. Melalui nilai R2 dapat dilihat besarnya kemampuan kebijakan dividen menerangkan indikator dividend yield sebesar 57,1% dan dividend payout ratio sebesar 33,2%.

Kebijakan dividen bagi perusahaan merupakan keputusan keuangan yang harus dipertimbangkan mengingat kebijakan dividen berhubungan kebijakan investasi, struktur modal, ukuran perusahaan, kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Apabila dikaji melalui teori kebijakan dividen relevan, dan didasarkan pada teori sinyal hasil pengukuran penelitian ini mendukung teori tersebut. Ross (1977), Bhattacharya (1979), Aharony & Swary (1980), Muller & Rock (1995), dan Brealey & Myers (2000). Hasil penelitian ini juga didukung oleh survey yang dilakukan oleh Kester et al (1996) dan Suparmono (2000) pada perusahaan publik di Indonesia dikatakan bahwa, pembayaran dividen merupakan sinyal akan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Konsisten dengan kedua teori tersebut bahwa dividen kas dibagikan oleh perusahaan merupakan hal yang lazim, sebab kegagalan melakukan pembayaran dividen dapat dianggap sebagai suatu aib, pembayaran dividen merupakan suatu sinyal tentang masa depan perusahaan, tuntutan shareholders, dan dapat meningkatkan harga saham perusahaan. Bila dikaji dengan menggunakan pendekatan teori residual, pembagian dividen kas dapat diartikan, perusahaan telah melakukan kegiatan investasi yang didanai melalui pendanaan internal (laba perusahaan) dan sisanya dibagikan sebagai dividen.

Kebijakan dividen yang diproksi melalui dividend yield tampak lebih bermakna dibandingkan dengan dividend payout ratio. Hal ini bisa disebabkan karena manajemen perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen lebih berorientasi melihat harga pasar saham perusahaan dalam menentukan besarnya dividen dibanding pada besarnya laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen kas.

4. Pengukuran Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah suatu skala yang dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan menurut berbagai cara antara lain, total aset, log size, jumlah penjualan, nilai pasar saham dan lain-lain. Dalam penelitian ini menggunakan dua indikator ukuran perusahaan yang banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya, yaitu total assets dan sales. Untuk mengetahui sejauh mana kedua indikator tersebut mampu menjelaskan variabel laten ukuran perusahaan, dapat diamati melalui loading factor dari hasil pengukuran melalui LISREL model berikut.

Tabel 26
Pengukuran Nilai Ukuran Perusahaan

Indikator variabel	Loading Factor	Error	R2
Total Assets (Ln TA)	0,803	0,355	0,645
Sales (Ln Sales)	0,920	0,153	0,0847

Sumber: Diolah peneliti dengan program Lisrel 8.7 (2017)

Tabel 26 di atas menunjukkan bahwa loading factor kedua indikator ukuran perusahaan menunjukkan nilai 0,920 untuk sales dan 0,803 untuk total assets di atas nilai $> +0,50$. Loading factor sebesar 0,920 dan 0,803 menurut petunjuk rule of thumb mengandung arti bahwa sales dan total assets kuat dan sangat bermakna dalam membentuk variabel laten ukuran perusahaan. Melalui nilai R2 dapat dilihat besarnya kemampuan ukuran perusahaan menerangkan indikator sales sebesar 84,7% dan total assets sebesar 64,5%.

Ukuran perusahaan bagi perusahaan dapat menunjukkan tingkat kepastian (certainty). Perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian yang lebih besar dari pada perusahaan kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan ke depan.

Ukuran perusahaan yang diproksi melalui sales tampak lebih bermakna dibandingkan dengan total assets. Hal ini bisa disebabkan karena manajemen perusahaan lebih berorientasi melihat total penjualan perusahaan dibandingkan dengan total asset perusahaan sebagai ukuran besar kecilnya perusahaan.

5. Pengukuran Kinerja Perusahaan

Kinerja keuangan merupakan keseluruhan hasil kerja manajemen dalam mengelola berbagai sumber daya yang dimiliki perusahaan diukur melalui dua indikator, yaitu Return on Assets Ratio (ROA) dan Basic Earning Power (BEP). Untuk mengetahui apakah indikator tersebut mampu menjelaskan variabel laten nilai perusahaan, maka dapat diamati melalui nilai loading factor seperti ditunjukkan dalam Tabel 4.26 berikut ini.

Tabel 27
Pengukuran Kinerja Keuangan

Indikator variabel	Loading factor	Error	R2
Return on Total Assets	0,831	0,310	0,690
Basic Earning Power	0,735	0,460	0,540

Sumber: Diolah peneliti dengan program Lisrel 8.7 (2017)

Tabel 27 di atas menunjukkan bahwa loading factor setiap indikator menurut kriteria ukuran korelasi variabel dan faktornya dengan ukuran sampel minimum 300 menunjukkan nilai di atas nilai kritis $> 0,11$ dan $> 0,15$ (Bachrudin&Tobing dalam Hasnawati dan Sawir, 2015). Dengan demikian kedua indikator bermakna sebagai pengukur variabel laten kinerja perusahaan.

Nilai loading factor sebagai hasil pengukuran dengan menggunakan LISREL, menunjukkan bahwa return on total assets dengan nilai loading sebesar 0,831 memiliki pengaruh yang sangat bermakna dalam mengukur variabel laten kinerja perusahaan. Nilai loading lebih dari + 0,50 dikatakan sangat bermakna. Demikian juga indikator basic earning power dengan nilai loading sebesar 0,735 sangat bermakna dalam mengukur variabel laten kinerja perusahaan. Hasil pengukuran ini dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa kinerja keuangan perusahaan public di Indonesia dapat diukur dengan baik melalui dua indikator tersebut yaitu return on total assets dan basic earning power. Apabila diamati melalui nilai R2, maka kemampuan kinerja keuangan perusahaan menjelaskan indikator return on total assets memiliki persentase tertinggi yaitu sebesar 69,0%, kemudian basic earning power sebesar 54,0%.

Dari hasil pengukuran kedua indikator kinerja keuangan ternyata return on total assets lebih baik/bermakna dan tepat digunakan sebagai ukuran kinerja keuangan dibandingkan dengan basic earning power. Hasil ini juga menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan memiliki kecenderungan dinilai atas dasar laba bersih perusahaan dibandingkan dengan laba operasi perusahaan.

6. Pengukuran Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan sebagai dampak dari keputusan keuangan yang dilakukan perusahaan diukur melalui dua indikator, yaitu Tobin's Q dan price to book value. Untuk mengetahui apakah indikator tersebut mampu menjelaskan variabel laten nilai perusahaan, maka dapat diamati melalui nilai loading factor seperti ditunjukkan dalam Tabel 28 berikut ini.

Tabel 28
Pengukuran Nilai Perusahaan

Indikator variabel	Loading factor	Error	R2
Tobin's Q	0,817	0,332	0,668
Price to Book Value	0,833	0,306	0,694

Sumber: Diolah peneliti dengan program Lisrel 8.7 (2017)

Tabel 28 di atas menunjukkan bahwa loading factor setiap indikator menurut kriteria ukuran korelasi variabel dan faktornya dengan ukuran sampel minimum 300 menunjukkan nilai di atas nilai kritis $> 0,11$ dan $> 0,15$. Dengan demikian kedua indikator bermakna sebagai pengukur variabel laten nilai perusahaan.

Nilai loading factor sebagai hasil pengukuran dengan menggunakan LISREL, menunjukkan Price to Book Value dan Tobin's Q dengan nilai loading masing-masing sebesar 0,833 dan 0,817 sangat bermakna dalam mengukur variabel laten nilai perusahaan. Hasil pengukuran ini dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa nilai perusahaan public di Indonesia dapat diukur dengan baik melalui dua indikator tersebut yaitu Tobin's Q dan

price to book value. Apabila diamati melalui nilai R2, maka kemampuan nilai perusahaan menjelaskan indikator price to book value memiliki persentase tertinggi yaitu sebesar 69,4%, dan kemudian Tobin's Q sebesar 66,8%. Dari hasil pengukuran dua indikator nilai perusahaan ternyata price to book value lebih baik dan tepat digunakan sebagai ukuran nilai perusahaan. Hasil ini juga menunjukkan bahwa nilai perusahaan memiliki kecenderungan dinilai atas dasar nilai buku dibandingkan dengan nilai pasar. Untuk saham nilai pasar adalah nilai yang benar-benar akan dibayar untuk lembar saham. Nilai pasar bisa lebih atau kurang dari nilai buku saham, karena nilai pasar tergantung pada laba perusahaan sebagai akibat keputusan dan kebijakan yang diambil perusahaan. Oleh sebab itu nilai pasar dalam keadaan bergerak dinamis dan tidak pasti. Sedangkan nilai buku mencerminkan nilai historis atas aktiva yang dicatat dalam akuntansi.

6. Pembahasan Hasil Penelitian

Pembahasan hasil penelitian pada bagian ini mengacu pada hasil pengujian hipotesis dan tujuan penelitian yang dikemukakan pada Bab 1 dan hasil penelitian yang telah dihasilkan melalui tahap pengukuran dan tahap permodelan struktural. Pembahasan akan dibagi ke dalam enam bagian, 1) Pengaruh keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan secara bersama-sama, 2) Pengaruh keputusan investasi terhadap kinerja keuangan, 3) Pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan, 4) Pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan, 5) Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan, dan 6) Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Pembahasan akan dilakukan dengan membandingkan hasil pengujian hipotesis dengan teori-teori pendukung yang telah dijabarkan pada bab-bab sebelumnya.

6.1 Pengaruh keputusan Investasi, Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan Secara Simultan

Hasil penelitian menunjukkan kinerja keuangan dipengaruhi secara simultan oleh keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan. Artinya apabila investasi, struktur modal, dividen dan ukuran perusahaan ditingkatkan secara bersama-sama maka kinerja keuangan akan meningkat. Pengaruh keempat hal tersebut terhadap kinerja keuangan sebesar yaitu sebesar 66,73%, sedang sisanya sebesar 33,27% dipengaruhi oleh faktor lain seperti hukum, pertumbuhan ekonomi, pajak, nilai tukar mata uang, tingkat suku bunga dan kondisi pasar saham.

6.2 Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Kinerja keuangan

Hasil penelitian menunjukkan keputusan investasi memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja keuangan sebesar positif 2,34%. Sedangkan pengaruh tidak langsungnya sebesar 7,82% yaitu melalui struktur modal, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan. Hasil ini mendukung dan konsisten dengan pendapat yang dikemukakan Sincar et al (2000) dan Dewi & Suardana (2015). Pengaruh tidak langsung keputusan investasi terhadap kinerja keuangan lebih besar dibandingkan dengan pengaruh langsungnya. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja keuangan tidak bisa hanya dipengaruhi oleh keputusan investasi tetapi harus ditunjang dengan variabel lain.

Efek langsung keputusan investasi terhadap kinerja keuangan merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi itu sendiri melalui pemilihan proyek atau kebijakan lainnya seperti menciptakan produk baru, penggantian mesin yang lebih efisien, pengembangan research & development, dan merger dengan perusahaan lain yang menghasilkan NPV positif. Selain menentukan keputusan investasi, risiko bisnis yang dihadapi perusahaan public di Indonesia kemungkinan dapat dikontrol dengan lebih baik.

Keputusan investasi dalam penelitian ini dibangun melalui lima indikator yang menunjukkan bahwa investment opportunity yang terdiri dari market to book assets ratio, earning to price ratio dan capital expenditure to book value assets ratio lebih kuat dan bermakna dibandingkan dengan indikator lainnya dalam membentuk keputusan investasi yang dilakukan perusahaan public di Indonesia. Pengeluaran modal perusahaan (capital expenditure) tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Karena jenis investasi tersebut akan memberi sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang, dan mampu meningkatkan nilai pasar perusahaan yang diproksi melalui return saham. Kesimpulan tersebut didasarkan pada asumsi maksimum nilai perusahaan akan diperoleh melalui pemilihan investasi yang memberi net present value positif. Artinya pengeluaran investasi yang dilakukan telah dipertimbangkan dan dianalisis melalui metode yang ada, dengan kesimpulan investasi yang dipilih menghasilkan net present value positif.

6.3 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan

Pengaruh langsung variabel struktur modal terhadap kinerja keuangan sebesar 5,06%. Sedangkan pengaruh tidak langsungnya sebesar 11,86%, yaitu melalui variabel keputusan investasi, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan. Pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap kinerja keuangan lebih besar dibandingkan dengan pengaruh langsungnya. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan tidak bisa hanya dipengaruhi oleh struktur modal tetapi harus ditunjang dengan variabel lain, sehingga pengaruh langsung dan tidak langsung struktur modal terhadap kinerja keuangan sebesar 16,92% dengan indikator book debt to equity ratio, book debt to assets ratio, long term market debt equity ratio, dan market debt equity ratio. Artinya, semakin ditingkatkan struktur modal perusahaan akan semakin meningkatkan kinerja keuangan. Kesimpulan ini mendukung Myers (1977), Modigliani&Miller (1963), De Angelo&Masulis (1980), Masulis (1980), Bradley et al (1984), dan Park&Evan (1996). Penelitian ini juga mendukung penelitian sebelumnya oleh Peersen dan Rajan (1994) yang mengatakan bahwa terdapat hubungan positif dan signifikan antara profitabilitas dan rasio hutang dan perusahaan dapat menggunakan lebih banyak hutang untuk meningkatkan kinerja keuangan mereka karena kemampuan hutang menyebabkan manajer untuk meningkatkan produktivitas untuk menghindari kebangkrutan (Champion, 1999).

Struktur modal merupakan salah satu keputusan penting perusahaan yang harus dipertimbangkan. Karena struktur modal merupakan pedang bermata dua terutama melalui kebijakan hutang. Satu sisi dapat memberi manfaat, dan di sisi lain dapat menimbulkan bencana. Rasio hutang terhadap ekuitas harus disesuaikan dengan kondisi perusahaan dan harus berimbang serta dimanfaatkan sebesar-besarnya untuk keperluan perusahaan yang bersifat produktif.

Loading factor yang dihasilkan dari hasil pengukuran ternyata book debt to equity ratio memiliki pengaruh yang paling kuat dalam struktur modal. Artinya, rasio hutang terhadap ekuitas merupakan suatu keputusan yang penting karena berkaitan dengan kemampuan perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya (solvabilitas) dan manfaat yang akan di peroleh. Book debt to assets ratio memiliki pengaruh pada urutan kedua yang dipertimbangkan manajemen dalam struktur modal, nilai long term debt to equity ratio pada urutan ketiga, dan terakhir adalah market debt equity ratio merupakan keputusan dengan pengaruh yang paling kecil dalam masalah struktur modal perusahaan.

6.4 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kinerja Keuangan

Pengaruh langsung variabel kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan sebesar 4,62%. Sedangkan pengaruh tidak langsungnya sebesar 12,96%, yaitu melalui variabel keputusan investasi, struktur modal dan ukuran perusahaan. Pengaruh tidak langsung kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan lebih besar dibandingkan dengan pengaruh langsungnya. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan tidak bisa hanya dipengaruhi oleh kebijakan dividen tetapi harus ditunjang dengan variabel lain, sehingga pengaruh langsung dan tidak langsung kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan sebesar 17,58%. Hasil penelitian ini mendukung Pettit (1972) dan Rozeff (1982), bahwa peningkatan pembayaran dividen ditafsirkan sebagai keyakinan manajemen akan membaiknya prospek dan kinerja keuangan perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen maka diartikan sebagai sinyal harapan manajemen tentang membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Sementara Pramastuti (2007), jika manajemen memutuskan untuk membagi dividen, ia harus memiliki keyakinan bahwa perusahaannya akan memiliki profitabilitas yang baik di masa yang akan datang. Dari sudut pandang investor, salah satu indikator penting untuk menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang adalah dengan melihat dividen yang dibayarkan.

Kebijakan membagi dividen perusahaan public di Indonesia kemungkinan memiliki beberapa alasan selain yang sudah dibahas di atas. Beberapa investor institusional di Indonesia, sumber BEI menunjukkan mayoritas pemegang saham perusahaan publik di Indonesia adalah institusi berbentuk perseroan, dan sebagian kecil dana pensiun, menginvestasikan dananya pada saham-saham perusahaan publik. Pada umumnya investor institusional menginginkan tingkat pengembalian yang pasti. Sehingga insvestor institusional akan membeli saham-saham perusahaan yang membayar dividen dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membagi dividen. Kondisi ini telah membuat perusahaan melakukan pembayaran dividen secara rutin dan pasti.

6.5 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan

Pengaruh langsung ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan sebesar 9,49%. Sedangkan pengaruh tidak langsungnya sebesar 12,59%, yaitu melalui keputusan investasi, kebijakan dividen dan struktur modal. Pengaruh tidak langsung ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan lebih besar dibandingkan dengan pengaruh langsungnya. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan tidak bisa hanya dipengaruhi oleh ukuran perusahaan tetapi harus ditunjang dengan variabel lain, sehingga pengaruh langsung dan tidak langsung ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan sebesar 22,88%.

Berdasarkan pada hasil tersebut pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, Struktur Modal, Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan sebesar 66,7%, dengan pengaruh terbesar adalah ukuran perusahaan sebesar 22,08%. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Lin (2006) dan Wright et al (2009) serta Odalo et al (2016:34-40) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan.

Perusahaan yang memiliki ukuran besar tentunya memiliki aset yang besar pula. Aset yang besar dapat memberikan akses bagi perusahaan untuk meningkatkan pinjaman ke bank maupun menerbitkan obligasi selain melakukan right issue (menerbitkan saham) untuk mengembangkan usahanya sehingga kinerja keuangan akan meningkat dari hasil pengembangan usahanya. Hasil dari pengembangan usahanya selanjutnya akan memberikan kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen yang lebih besar dan mempermudah perusahaan untuk melakukan keputusan investasi yang telah direncanakan sebelumnya.

6.6 Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil pengolahan data program Lisrel 8.7 untuk model struktural 2, derajat kontribusi dari kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,873 sehingga semakin baik kinerja keuangan, maka akan memberikan kontribusi terhadap nilai perusahaan sebesar 0,873 dengan pengaruhnya sebesar 76,1%. Ini menggambarkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kinerja keuangan. Hal ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan yang terdaftar di BEI sekarang ini dipengaruhi oleh kinerja perusahaan. Sehingga untuk meningkatkan nilai perusahaan maka suatu perusahaan harus meningkatkan kinerja keuangan yang disebabkan adanya peningkatan dari keputusan investasi, kebijakan dividen, struktur modal dan ukuran perusahaan. Hasil ini juga mengindikasikan bahwa masih terdapat faktor-faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan yang berada diluar model penelitian yang ditunjukkan oleh error varian, sebesar 0,239. Dengan demikian kinerja perusahaan sebagai variable intervening berfungsi artinya bisa menjembatani dari keputusan investasi, kebijakan dividen, struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini secara konsisten mendukung penelitian Ervinta dan Zaroni (2013) yang menyatakan semakin baik kinerja keuangan akan mencerminkan dari besarnya EVA, Nilai EVA yang positif mencerminkan manajemen telah berhasil memaksimalkan nilai perusahaan dan kinerja keuangan perusahaan mengalami peningkatan. Demikian juga dengan Chandra (2006 : 389) menunjukkan bahwa nilai perusahaan akan lebih meningkat lagi jika kinerja keuangan perusahaan juga bisa meningkat.

7. Pendapat Para Ahli (Expert Judgement)

Berdasarkan hasil analisis deskriptif dan verifikatif yang telah analisis sebelumnya yang membuktikan terdapat pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, Struktur Modal, Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan dan implikasi pada Nilai Perusahaan.

Hasil analisis konsisten dengan teori dan juga memperkuat kajian penelitian terdahulu dan menurut hasil penelitian yang peneliti lakukan maka terdapat pengaruh yang sesuai dengan hipotesis. Untuk memperkuat dan mengklarifikasi hasil penelitian ini, peneliti melakukan wawancara dengan para pakar (expert) dari sudut pandang akademisi, pelaku, dan pengambil kebijakan yakni dengan cara melakukan wawancara untuk memperoleh pandangan dan pendapat dari beberapa ahli yang mempunyai kompetensi sesuai dengan bidang penelitian peneliti.

1. Menurut Drs. Daulat Sihombing, MS., Ak beliaiu merupakan Komite Audit di PT Toba Pulp Lestari Tbk mengemukakan bahwa keputusan investasi yang dilakukan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI menyatakan bahwa investor selalu mempertimbangkan faktor informasi akuntansi. Informasi akuntansi diprediksi memiliki nilai relevansi, karena informasi akuntansi secara statistik berhubungan dengan nilai pasar. Relevansi nilai informasi akuntansi merupakan kemampuan menjelaskan (explanatory power) nilai suatu perusahaan berdasarkan informasi akuntansi. Relevansi nilai diarahkan untuk menginvestigasi hubungan empirik antara nilai-nilai pasar saham (stock market values) dengan berbagai angka (nilai) informasi akuntansi yang dimaksudkan untuk menilai manfaat angka-angka tersebut dalam penilaian fundamental perusahaan.

Kondisi struktur modal pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI pada saat ini merupakan salah satu faktor fundamental dalam operasi perusahaan. Struktur modal ditentukan oleh kebijakan pembelanjaan (financing policy) dari manajer keuangan yang senantiasa dihadapkan pada pertimbangan baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif. Penentuan proporsi hutang dan modal dalam penggunaannya sebagai sumber dana perusahaan berkaitan erat dengan istilah struktur modal. Usaha peningkatan nilai perusahaan yang tidak bisa dipisahkan adalah bagaimana penentuan struktur modal yang dilakukan oleh manajemen dan para pemegang saham perusahaan. Pengambilan keputusan yang berhubungan dengan struktur modal mengenai manajemen yang kekayaannya tidak terdiversifikasi secara baik mungkin cenderung mengambil keputusan yang menguntungkan mereka dan tidak terlalu berisiko. Hal ini karena pendapatan, masa jabatan dan sebagian dari kekayaan mereka hanya tergantung dari perusahaan yang mempekerjakan mereka.

Kondisi penerapan kebijakan dividen pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI memiliki tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraan dengan mengharapkan pengembalian dalam bentuk dividen maupun capital gain. Seorang investor yang tidak bersedia berspekulasi akan lebih memilih dividen dari pada capital gain. Besarnya dividen ini dapat memengaruhi harga saham. Apabila dividen yang dibayar tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi. Sebaliknya, jika dividen yang dibayarkan kecil maka harga saham perusahaan tersebut juga rendah. Kemampuan membayar dividen erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar dividen juga besar. Oleh karena itu, dividen yang besar akan meningkatkan nilai.

Kondisi perkembangan ukuran perusahaan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI merupakan salah satu alternatif pendanaan perusahaan selain menjual saham di pasar modal. Ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap kemudahan perusahaan dalam memperoleh hutang. Perusahaan besar memiliki aktiva yang besar yang dapat dijaminkan dalam sumber pendanaan. Sehingga ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap akses perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan. Capaian kinerja keuangan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI adalah usaha formal yang telah dilakukan oleh perusahaan yang dapat mengukur keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan laba, sehingga dapat melihat pertumbuhan, prospek, dan potensi perkembangan baik perusahaan. Suatu perusahaan dapat dikatakan berhasil apabila telah mencapai tujuan dan standar yang telah ditetapkan. Dengan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan yang dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham

perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham. Untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para professional. Para professional diposisikan sebagai manajer ataupun komisaris. Suatu perusahaan dikatakan mempunyai nilai yang baik jika kinerja perusahaan juga baik. Nilai perusahaan dapat tercermin dari harga sahamnya. Jika nilai sahamnya tinggi bisa dikatakan nilai perusahaannya juga baik. Karena tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham.

Keputusan investasi mempengaruhi kinerja keuangan. Peluang-peluang investasi sangat mempengaruhi nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham. Sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang diberikan melalui pengeluaran investasi, sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Investasi yang dilakukan perusahaan seringkali memberikan peluang bagi perusahaan untuk meningkatkan keunggulan bersaingnya. Peluang investasi yang dilakukan dengan pertimbangan yang tepat dapat semakin meningkatkan kinerja keuangan.

Struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Semakin tinggi struktur modal maka kinerja keuangan tinggi dan semakin tinggi struktur modal maka kinerja keuangan tinggi.

Penggunaan hutang harus hati-hati oleh pihak manajemen, karena semakin besar hutang akan menurunkan kinerja keuangan. Ini mengindikasikan semakin tinggi atau rendah hutang yang dimiliki sebuah perusahaan akan mempengaruhi kinerja keuangan, karena dalam pasar modal Indonesia pergerakan harga saham dan penciptaan nilai tambah perusahaan disebabkan faktor psikologis pasar. Besar kecilnya hutang yang dimiliki perusahaan tidak terlalu diperhatikan oleh investor, karena investor lebih melihat bagaimana pihak manajemen perusahaan menggunakan dana tersebut dengan efektif dan efisien untuk mencapai nilai tambah bagi nilai perusahaan. Berbeda dengan teori yang mengatakan struktur modal yang tinggi dapat mengindikasikan bahwa klaim pihak lain relatif lebih besar ketimbang aset yang tersedia untuk menutupnya, meningkatkan resiko bahwa klaim kreditor kemungkinan tidak akan tertutup secara penuh bilamana terjadi likuidasi. Semakin rendah rasionya, maka semakin sedikit kewajiban perusahaan di masa yang akan datang dan baik secara langsung maupun tidak langsung berdampak terhadap harga saham.

Kebijakan dividen memberikan kontribusi yang signifikan terhadap kinerja keuangan, hal ini didasarkan pada bertambah tingginya kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan rasio keuangan maka diharapkan semakin tinggi pula kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang pada akhirnya diharapkan akan sejalan dengan semakin besarnya dividen yang diberikan.

Salah satu tolak ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran perusahaan. Faktor ukuran perusahaan yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan merupakan faktor penting dalam pembentukan laba. Perusahaan besar yang dianggap telah mencapai tahap kedewasaan merupakan suatu gambaran bahwa perusahaan tersebut relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibandingkan perusahaan kecil. Dengan adanya sumber daya yang besar, maka perusahaan dapat melakukan investasi baik untuk aktiva lancar maupun aktiva tetap dan juga memenuhi permintaan. Hal ini akan semakin memperluas pangsa pasar. Dengan adanya penjualan yang semakin meningkat,

perusahaan dapat menutup biaya yang keluar pada saat proses produksi, dengan begitu laba perusahaan akan meningkat. Dengan demikian ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan

Keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Hal ini dikarenakan dalam kegiatan operasionalnya apabila perusahaan menghasilkan laba, prioritas utama perusahaan adalah membayar hutang yang digunakan oleh perusahaan sebagai sumber pendanaan dengan tidak melupakan mensejahterakan kemakmuran pemegang saham. Dengan demikian keempat variabel yang diteliti oleh peneliti saling berkaitan satu dengan lainnya, sehingga perusahaan harus bisa memprioritaskan mana yang lebih penting, dan itu yang dilaksanakan terlebih dahulu. Nilai perusahaan juga akan meningkat apabila kinerja keuangan perusahaan baik.

Sebagai konsekuensi dari globalisasi dan integrasi ekonomi, maka kinerja pasar modal sangat tergantung dari kinerja ekonomi nasional, regional, dan internasional. Laju pertumbuhan pasar modal turut ditentukan oleh berbagai indikator makro ekonomi seperti laju inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar, dan besaran indikator makro lainnya. Hal ini menjadi pondasi penting bagi pertumbuhan pasar modal ke depan karena akan menentukan sejauh mana tingkat laju pertumbuhan pasar modal. Beberapa indikator ekonomi yang berpengaruh terhadap kinerja pasar modal antara lain: tingkat suku bunga, laju inflasi, dan nilai tukar. perkembangan ekonomi regional baik di kawasan Amerika, Eropa, dan Asia. Seperti kita ketahui resesi ekonomi yang melanda Amerika Serikat hingga saat ini masih berpengaruh terhadap ekonomi dunia. Demikian pula krisis surat utang yang melanda negara di Uni Eropa seperti Yunani, Portugal, Italia dan lain-lain dapat berdampak buruk bagi kawasan ekonomi lainnya. Selain itu, pertumbuhan ekonomi Jepang yang masih lesu seiring dengan badai tsunami dikhawatirkan turut memperlemah kinerja ekonomi di kawasan Asia Pergerakan dana untuk kegiatan investasi tidak mengenal surut walaupun ekonomi sedang mengalami penurunan. Artinya aktivitas pasar modal di seluruh dunia akan terus bergerak mencari peluang portfolio investasi yang mampu memberikan return yang lebih baik. Blessing in disguise, lesunya ekonomi di suatu kawasan terkadang menjadi 'berkah' bagi kawasan ekonomi di belahan dunia lain.

Salah satu tantangan kinerja pasar modal adalah pertumbuhan transaksi di pasar sekunder. Pasar saham di Indonesia mengalami pertumbuhan kinerja yang sangat baik dan hal ini dapat dilihat dari pertumbuhan indeks harga saham. Untuk itu diperlukan suatu sweetener agar pasar sekunder tetap terus bergairah dalam bertransaksi, Sebagai salah satu negara dengan populasi terbesar di dunia, maka peningkatan pemodal lokal menjadi salah satu faktor yang turut memperkuat daya tahan pasar sehubungan dengan volatilitas aliran dana yang bersifat jangka pendek. Dengan basis pemodal local yang besar dan kuat, maka pasar modal Indonesia lebih siap menghadapi 'guncangan' pasar. Untuk itu, edukasi dan sosialisasi merupakan medium yang harus terus ditumbuhkembangkan.

Peningkatan implementasi Good Governance dan Etika Bisnis. Sejarah membuktikan bahwa pengabaian implementasi governance berdampak pada penurunan kinerja, reputasi, hingga krisis. Kita telah menyaksikan betapa besar biaya yang harus dibayar setiap kali berhadapan dengan krisis, baik krisis perbankan tahun 1997/1998, krisis subprime 2008, dan krisis lain dengan dimensi berbeda dan dengan skala yang lebih kecil. Namun, semua pihak harus menyadari bahwa good governance merupakan kunci bagi keberlangsungan

(sustainability) bisnis keuangan dan pasar modal. Selain itu, dalam konteks lain kita juga berhadapan dengan risiko reputasi terkait dengan beberapa persoalan di perbankan seperti pembobolan dana nasabah dan lain-lain. Intinya adalah bagaimana implementasi governance melalui penerapan manajemen risiko dan penegakan aturan sehingga bisnis keuangan mengedepankan etika bisnis.

Terkait dengan tantangan pasar modal Indonesia ke depan, terdapat beberapa factor yang menjadi tantangan antara lain:

1. Masih minimnya investor domestik.
2. Jumlah emiten di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang memiliki kinerja bagus masih relatif sedikit.
3. Produk investasi pasar modal masih terbatas. Tantangan yang ada salah satunya diversifikasi produk investasi.
4. Sistem aturan yang belum sinkron. Keberadaan pasar modal tidak lepas dari industri jasa keuangan.
5. Masih banyak jebakan emiten gorengan. Adanya kenaikan saham pun menjadi pendorong naiknya IHSG. Tapi yang patut diperhatikan adalah masih ditemui banyak saham berstatus 'gorengan'..
6. mengurangi defisit anggaran pendapatan belanja negara (APBN) dan pendanaan bagi fasilitas publik, dan dari itu pemerintah dan pihak yang bersangkutan harus meningkatkan bursa saham sehingga banyak investor yang menanamkan modalnya baik dari dalam atau luar.

Maka dari itu juga para investor harus bisa menganalisa kinerja suatu perusahaan dan lebih jeli terhadap perkembangan pada transaksi harga jual beli saham. agar tidak terjadi kerugian yang sekiranya membuat para investor kapok menanamkan modalnya.



Wawancara dengan Drs. Daulat Sihombing, MS, Ak

2. Menurut Darmin, SE, MBA, CIMBA beliau merupakan Profesional yang menguasai 2 (dua) bidang penting di keuangan yakni Bankir berpengalaman dan sukses menyelesaikan proyek Merger & Akuisisi suatu Bank serta Profesional di Pasar Modal mengemukakan bahwa Keputusan Investasi saham di BEI tergantung risk Profile Investor dan juga tipenya :

- a) Investor Individu :
Risk Averse (Menghindari risiko) lebih fokus ke analisa fundamental dan saham Blue Chips (unggulan) untuk investasi dan strategi buy hold untuk medium dan long term. Risk Seeker (Suka Risiko) cenderung transaksi cepat dan ikuti rumor, news, dan saham yang fluktuasi (naik turun cepat), dengan short term trading bisa daily trade, maupun weekly trade.
- b) Nasabah Institusi Asing : Berdasarkan Riset Fundamental dan Fokus pada saham Blue Chips dan likuid, sebab biasanya sekali order via Sekuritas tempat transaksi sekitar USD 10 juta, jadi perlu investasi di saham Big Caps (Nilai Kapitalisasi besar bisanya Min Rp. Puluhan Triliun)
- c) Nasabah Institusi Lokal : Dana Pensiun, Asuransi dan Manajer Investasi.
Keputusan Investasi lebih berdasarkan riset dan juga analisa Teknikal sesuai tujuan dana kelolaan, dan juga tujuan investasinya.

Untuk ekspansi perusahaan sudah sering dilakukan emiten yang tercatat di BEI dengan melakukan Right Issue (penerbitan saham baru dengan hak prioritas kepada pemegang saham lama dengan perbandingan saham lama xx lembar bisa membeli saham baru x lembar), pada prakteknya right issue ditawarkan dengan harga yang lebih murah daripada harga pasar guna memberikan insentif pemegang saham untuk menebus haknya di saham baru. sebab kalau tidak ditebus saham baru tersebut akan terjadi dilusi (pengurangan % kepemilikan bagi pemegang saham lama), porsi saham baru yang tidak ditebus atau tidak dieksekusi right (hak) oleh pemegang saham lama, biasanya sudah ada stand by buyer (pembeli siaga) yang siap menampung sisa saham tersebut. Penerbitan saham baru untuk ekspansi contohnya : JSMR (Jasa Marga).

Struktur Modal yang high Leverage (hutang porsi tinggi) yang di atas 50% akan lebih rentan risiko, sebab terjadi penurunan omzet bisnis dan naiknya cost akan langsung berdampak penurunan laba dan bisa mengalami kerugian, hal yang berbeda berlaku khusus untuk emiten Perbankan yang memang syarat Kecukupan Modal (Capital Adequacy ratio / CAR) minimal 12% dan rata-rata Perbankan Indonesia sekitar 17 s.d 22%.

Perusahaan go public yang bagi dividen lebih menarik bagi investor jangka panjang dan investor lebih bersedia hold saham tersebut untuk jangka panjang.

Kebijakan Dividen sangat tergantung pada posisi perusahaan apakah sudah Mature bisnisnya sehingga pertumbuhan bisnis tidak membutuhkan Capex (capital expenditure) yang besar dan juga terdapat posisi cash yang besar pada perusahaan akan membagikan dividen dalam % yang besar bagi Pemegang saham seperti : UNVR (Unilever) ; sedangkan perusahaan yang masih membutuhkan capex yang besar dalam pengembangan usaha akan membagikan dividen dalam % yang lebih kecil dari laba bersihnya kepada pemegang saham.

Bagi perusahaan yang masih membutuhkan likuiditas dan perkembangan usaha memerlukan tambahan modal dan capex yang besar tidak membagikan dividen kepada pemegang saham. Kebijakan dividen semuanya sudah sesuai prosedur dan melalui persetujuan RUPS. Selama ini Investor yang bijak sudah bisa menilai investasi saham sesuai dengan kriteria nya masing- masing.

Perkembangan perusahaan sebagian besar sangat bagus sejak IPO di BEI yang diukur dari Market Capitalization yang bertambah besar di BEI, contoh : TLKM (Telekomunikasi Indonesia) tahun 2015 Market Capitalization Rp 312 Triliun vs Juni 2017 market capitalization Rp 473 Triliun.

NB : Market Capitalization = jumlah saham x harga per lembar saham

Kinerja sebagian besar Perusahaan go public atau emiten di BEI secara jangka panjang trend nya meningkat hanya saat terjadi krisis mengalami penurunan yang bersifat sementara contoh thn 2008 dan beberapa perusahaan PKS dan Perkebunan Sawit mengalami penurunan laba thn 2015 disebabkan penurunan harga sawit akan tetapi telah pulih dengan mencatat peningkatan laba tahun 2016.

Perkembangan nilai perusahaan tercatat di BEI sangat mengembirakan dan setiap tahun terdapat penambahan jumlah perusahaan tercatat yang IPO di BEI per Agustus 2017 terdapat 557 emiten atau perusahaan tercatat di BEI dan perkembangan nilai perusahaan dengan ukuran Market Capitalization bertumbuh pesat dengan perbandingan Per Des 2015 = Rp 4,872 Triliun Vs 20 Juni 2017 = Rp 6,318 Triliun.

Perusahaan go public atau emiten yang trend peningkatan bisnis dan laba yang bagus akan menarik minat investor menanamkan modal atau membeli sahamnya, dengan semakin maju nya perusahaan dan likuid saham tersebut tentunya semakin mudah bagi perusahaan mendapatkan pendanaan baik berupa pinjaman maupun penambahan modal melalui corporate action (right issue) yang akan mendorong semakin cepat pertumbuhan perusahaan selanjutnya. Perusahaan yang bagus juga menarik bagi profesional yang brilian untuk berkarya di perusahaan, dengan SDM yang bagus akan memajukan perusahaan,

Struktur Modal yang kuat akan memberikan kekuatan perusahaan untuk menghadapi tantangan financial dan juga mengurangi beban bunga pinjaman, sehingga turut kontribusi terhadap kinerja perusahaan. Perusahaan yang membagikan dividen merupakan indikator perusahaan tersebut mampu menghasilkan keuntungan dan pengelolaan arus kas yang baik, sehingga memiliki arus kas untuk pembagian dividen.

Ukuran perusahaan yang besar memiliki keunggulan economic of scale dan dengan ukuran yang besar lebih mungkin menguasai pangsa pasar yang besar sebagai market leader contoh : Telkom menikmati economic of scale sebagai market leader dan juga profit yang terbaik di sektor telekomunikasi

Struktur Modal, Kebijakan dividen dan ukuran perusahaan merupakan bagian yang penting untuk analisa Fundamental dalam menilai perusahaan go public dan merupakan salah satu cara analisa dalam mengambil keputusan investasi.

Dengan bertumbuh pesatnya middle class dan usia produktif penduduk Indonesia, Sosialisasi investasi pasar modal yang berkesinambungan dan baik oleh para stake holder pasar modal, dan juga pertumbuhan pesat pemakai smart phone dan sarana Komunikasi

internet yang semakin baik, serta prospek perekonomian Indonesia akan bertumbuh sebagai kekuatan ekonomi No. 7 di dunia, diramalkan memberikan prospek yang sangat baik bagi kinerja BEI ke depannya.

Faktor pertumbuhan ekonomi global yang melambat, ketidakpastian politik dan perubahan informasi komunikasi teknologi yang semakin cepat, serta budaya hidup yang berubah akan merupakan kendala bagi perusahaan yang tidak siap dengan perubahan tersebut, sedangkan bagi perusahaan yang siap ini merupakan tantangan untuk melakukan transformasi bisnis ke arah yang lebih maju. Faktor arus modal asing yang berubah cepat dalam investasi di BEI dan mayoritas saat ini sekitar 60% masih dikuasai investor asing merupakan kendala apabila asing menarik dananya keluar dari BEI yang kemungkinan berimbas pada penurunan IHSG dan harga saham perusahaan yang mengakibatkan kilai perusahaan terhambat naik, dalam jangka panjang ini bisa diatasi dengan memperkuat basis investor lokal yang bisa dominan di BEI.



Wawancara dengan Darmin, SE, MBA, CIMBA

3. Menurut Prof. Dr. Drs. Poltak Sinaga bahwa keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan. karena untuk mencapai tujuan perusahaan dapat dicapai melalui kegiatan investasi perusahaan. Investasi modal merupakan salah satu aspek utama dalam keputusan investasi selain penentuan komposisi aktiva. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan-usulan investasi yang manfaatnya akan direalisasikan di masa yang akan datang harus dipertimbangkan dengan cermat. Akibat ketidakpastian di masa yang akan datang, manfaat yang diperoleh menjadi tidak pasti, sehingga usulan investasi tersebut mengandung risiko. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan investasi harus dievaluasi dan dihubungkan dengan risiko dan hasil yang diharapkan. Dengan demikian dapat disimpulkan apabila berinvestasi, perusahaan mampu menghasilkan keuntungan dengan menggunakan sumber daya perusahaan secara efisien, maka perusahaan

akan memperoleh kepercayaan dari calon investor untuk membeli sahamnya. Dengan demikian semakin tinggi keuntungan perusahaan semakin tinggi nilai perusahaan, yang berarti semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pihak perusahaan. Keputusan investasi akan berimbang pada sumber dan pembiayaannya, sumber pendanaan dapat diperoleh dari internal atau eksternal perusahaan.

Struktur modal merupakan perbandingan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditujukan oleh perbandingan utang jangka panjang terhadap sumber modal. Apabila perusahaan melakukan pinjaman kepada pihak di luar perusahaan maka akan timbul hutang sebagai konsekuensi dari pinjamannya tersebut. Semakin tinggi tingkat utang maka struktur modal juga akan semakin tinggi. Berarti risiko yang dihadapi perusahaan akan semakin besar karena utangnya tersebut. Sehingga mengakibatkan nilai perusahaan akan menurun karena utang yang semakin tinggi akan menimbulkan financial distress.

Perusahaan dengan struktur modal yang dipenuhi oleh hutang akan cenderung di jauhi oleh para investor karena tingginya hutang merupakan suatu beban yang akan ditanggung dari investasi dan juga perusahaan dengan utang yang tinggi memiliki risiko likuidasi yang tinggi karena ketidakmampuan dalam melunasi semua kewajibannya.

Kebijakan dividen merupakan hal yang menjadi pusat perhatian banyak pihak seperti pemegang saham, kreditor, maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan perusahaan. Dividen memiliki atau mengandung informasi sebagai syarat prospek perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja perusahaan akan dianggap semakin baik, dan pada akhirnya penilaian terhadap perusahaan yang tercermin melalui harga saham akan semakin baik pula.

Ukuran perusahaan dapat menentukan tingkat kemudahan perusahaan dalam memperoleh dana dari pasar modal dan menentukan kekuatan tawar-menawar (bargaining power) dalam kontrak keuangan. Perusahaan besar biasanya dapat memilih pendanaan dari berbagai bentuk utang, termasuk penawaran spesial yang lebih menguntungkan dibandingkan dengan perusahaan kecil. Semakin besar jumlah uang yang terlibat, semakin memungkinkan membuat kontrak yang dapat dirancang sesuai dengan preferensi kedua pihak, sebagai ganti dari penggunaan kontrak standar utang.

Kinerja keuangan perusahaan merupakan salah satu faktor yang dilihat oleh calon investor untuk menentukan investasi saham. Bagi sebuah perusahaan, menjaga dan meningkatkan kinerja keuangan adalah suatu keharusan agar saham tersebut tetap eksis dan tetap diminati oleh investor. Laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan merupakan cerminan dari kinerja keuangan perusahaan. Informasi keuangan tersebut mempunyai fungsi sebagai sarana informasi, alat pertanggungjawaban manajemen kepada pemilik perusahaan, penggambaran terhadap indikator keberhasilan perusahaan dan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan. Para pelaku pasar modal seringkali menggunakan informasi tersebut sebagai tolak-ukur atau pedoman dalam melakukan transaksi jual-beli saham suatu perusahaan.

Suatu perusahaan didirikan dengan tujuan mencapai keuntungan maksimal atau laba yang sebesar-besarnya dan mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan. Nilai perusahaan mencerminkan aset yang dimiliki oleh perusahaan. Nilai perusahaan dapat dinilai dari harga sahamnya yang stabil dan

mengalami kenaikan dalam jangka panjang. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Semakin tinggi nilai perusahaan mengindikasikan kemakmuran pemegang saham. Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor.

Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Untuk mencapai hal tersebut, perusahaan mengharapkan manajer keuangan akan melakukan tindakan terbaik bagi perusahaan dengan memaksimalkan nilai perusahaan sehingga kemakmuran (kesejahteraan) pemilik atau pemegang saham dapat tercapai.

Manajer perusahaan dalam melakukan keputusan investasi pastinya telah memperhitungkan return yang akan diterima. Keputusan investasi yang diharapkan adalah keputusan investasi yang paling menguntungkan perusahaan. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi adalah karena terdapat asimetri informasi antara manajer perusahaan dan pihak luar karena manajer perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang dari pada pihak luar. Perusahaan dapat meningkatkan kinerja keuangan dengan mengurangi informasi asimetri yaitu dengan memberikan sinyal pada pihak luar, salah satunya berupa informasi keuangan yang positif dan dapat dipercaya yang akan mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan yang akan datang sehingga dapat meningkatkan kredibilitas dan kesuksesan perusahaan. Pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal, khususnya kepada investor maupun kreditur bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh di masa mendatang. Manajer perusahaan dalam melakukan keputusan investasi pastinya telah memperhitungkan return yang akan diterima. Keputusan investasi yang diharapkan adalah keputusan investasi yang paling menguntungkan perusahaan. Dengan demikian maka keputusan investasi memiliki pengaruh yang positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Diharapkan dengan adanya struktur modal, perusahaan yang memperoleh sumber dana dengan berhutang dapat mengetahui sejauh mana pengaruh pinjaman yang diambil perusahaan. Semua stake holder mempunyai hak untuk memperoleh informasi mengenai aktivitas perusahaan selama periode tertentu yang mampu mempengaruhi pengambilan keputusan. Dengan adanya informasi financial struktur modal maka keputusan kinerja perusahaan akan ikut dipengaruhi karena dapat menggambarkan struktur modal perusahaan dan mengetahui resiko tak tertagihnya suatu utang.

Kebijakan dividen berpengaruh terhadap sikap para investor. Para pemegang saham memandang negatif terhadap perusahaan yang mengurangi dividen, karena pengurangan dividen dapat mereka kaitkan pada kesulitan keuangan pada suatu perusahaan yang tentu saja berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Penurunan pembayaran dividen akan dilihat sebagai prospek perusahaan yang buruk. Begitu juga sebaliknya, pembayaran dividen yang besar akan dilihat sebagai prospek yang baik sehingga ini dapat meningkatkan kinerja keuangan. Maka dalam hal ini kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. dengan demikian pembayaran dividen secara wajar dan tinggi kepada pemegang saham dapat meningkatkan kinerja keuangan. Pengumuman pembayaran dividen dapat meningkatkan return saham yang menunjukkan prospek perusahaan akan

baik di masa yang akan datang. sehingga ada pengaruh yang positif antara kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan

Semakin besar perusahaan maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan. Salah satu sumbernya adalah hutang. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Peningkatan hutang bisa meningkatkan kinerja keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan besar lebih menjanjikan kinerja yang baik. Dengan demikian bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja.

Dengan penjelasan diatas dipastikan bahwa keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan secara bersamaan akan memberikan kontribusi yang signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini karena semua variabel yang diambil oleh peneliti saling keterkaitan, investor akan selalu melihat semua aspek jika akan menginvestasikan dana. Dengan demikian investor akan lebih tertarik untuk membeli saham perusahaan yang melakukan investasi, struktur modal yang baik, kebijakan dividen yang menguntungkan dan ukuran perusahaan yang menyakinkan sehingga hal ini akan mengakibatkan harga saham akan meningkat, yang pada akhirnya akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan yang go public di BEI

Peran pasar modal dalam globalisasi ekonomi semakin penting terutama terkait dengan arus permodalan dan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Pertumbuhan ekonomi Indonesia memerlukan pendanaan dan investasi yang cukup besar, terlebih harus mampu bersaing di ekonomi regional dan global. Fungsi utama pasar modal adalah menampung dana investasi para investor baik lokal maupun asing dan kemudian menyalurkan dana yang dibutuhkan para emiten untuk pengembangan dan ekspansi bisnisnya di sektor riil. Dana investasi dijarah melalui aktivitas perdagangan efek sebagai instrumen investasi seperti saham (stocks), obligasi (bonds), derivatif (right issue, warrant, option dll). Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dapat memperoleh dana investasi jangka panjang untuk pengembangan bisnis yang ada sekaligus ekspansi vertikal atau horizontal. Pasar modal berfungsi sebagai “mediator” antara pihak yang mempunyai kelebihan dana (investor) dengan pihak yang membutuhkan dana investasi (perusahaan) dari sektor riil. Hal ini membuka peluang besar bagi perusahaan untuk mendapatkan dana murah untuk jangka panjang melalui skema modern aatau syariah selain dana pinjaman (debt) dari perbankan konvensional.

Investor berpeluang untuk berinvestasi pada perusahaan atau sektor bisnis yang dinilai memiliki fundamental keuangan yang baik dan konsisten serta memiliki prospek yang cerah di kemudian hari. Sedangkan perusahaan mempunyai kesempatan mengembangkan dan mengekspansi bisnisnya serta menagkap setiap peluang bisnis yang ada. Analisis penilaian akan membentuk persepsi pasar yang menggabungkan current performance dan future growth opprortunity. Dengan demikian, peran pasar modal merupakan salah satu pilar kekuatan dan indikator ekonomi Indonesia saat ini dan masa depan yang harus terus dikembangkan sebagai sebuah sistem arsitektur ekonomi yang strategis dan efisien.

Prospek investasi di pasar modal BEI tergolong menjanjikan imbal hasil yang baik dengan tingkat risiko relatif terukur. Situasi dan kondisi tersebut penting dijaga oleh pemerintah melalui berbagai kebijakan di sektor moneter dan riil agar prospek investasi semakin kondusif. Prospek penguatan IHSG dan IDR terhadap USD, disebabkan oleh

beberapa faktor, yaitu:

- Pertumbuhan ekonomi Indonesia (PDB). Prediksi indikator ekonomi makro tersebut dinilai kondusif untuk melakukan investasi di pasar modal.
- Estimasi pendapatan dan keuntungan (earning) emiten BEI.
- Di samping itu perekonomian Indonesia didukung tiga pilar penting yaitu pasar domestik yang sangat besar, rencana pembangunan infrastruktur dalam 5 tahun ke depan, dan potensi komoditas pertambangan dan perkebunan yang besar.
- Indikator sektor riil seperti penjualan mobil, motor dan konsumsi semen terus membaik sebagai ukuran tingkat daya beli masyarakat luas.
- Pasar modal Indonesia masih dinilai murah (undervalued) dibandingkan dengan bursa regional lainnya.
- Meningkatnya likuiditas dana asing karena membaiknya ekonomi global yang memaksa investor mengalokasikan sebagian dana ke pasar finansial termasuk pasar modal Indonesia.
- Namun analisis pemulihan ekonomi global masih rapuh (fragile) sehingga potensi terjadinya bearish “minor” yang membuat market.
- Ketegangan politik di beberapa negara

Namun kita harus tetap waspada karena penguatan luar biasa ini lebih didorong oleh mengalirnya hot money ke pasar finansial Indonesia. Pemerintah harus memiliki program strategis untuk memanfaatkan dana investasi di pasar finansial tersebut agar lebih berdaya guna bagi sektor riil sehingga manfaatnya lebih terasa bagi perekonomian rakyat. Maka keterkaitan pasar modal dengan sektor riil harus diperkuat lagi di masa mendatang.



Wawancara dengan Prof. Dr. Drs. Poltak Sinaga

4. Harry Kurniawan, ST, MM, MappFIN, CWM sebagai Audit Committee di PT Totalindo Eka Persada Tbk. Mengemukakan bahwa Investor mempertimbangkan faktor informasi akuntansi. Informasi akuntansi diprediksi memiliki nilai relevansi, karena informasi akuntansi secara statistik berhubungan dengan nilai pasar. Relevansi nilai informasi akuntansi merupakan kemampuan menjelaskan (explanatory power) nilai suatu perusahaan berdasarkan informasi akuntansi. Relevansi nilai diarahkan untuk menginvestigasi hubungan empirik antara nilai-nilai pasar saham (stock market values) dengan berbagai angka (nilai) informasi akuntansi yang dimaksudkan untuk menilai manfaat angka-angka tersebut dalam penilaian fundamental perusahaan.

Dengan kata lain bahwa Keputusan investasi yang dilakukan oleh investor pada perusahaan publik di BEI adalah berdasarkan informasi yang dimiliki oleh investor. Informasi tersebut berupa informasi prospek bisnis. Informasi tentang prospek bisnis dapat berupa informasi terdahulu (milestones) maupun prospek rencana ke depan (business plan). Investor akan mengkonfirmasi prospek bisnis tersebut dengan informasi keuangan (akuntansi) yang berupa laporan keuangan periodik. Dalam hal ini sebelum memutuskan akan berinvestasi maka Investor akan melihat hubungan antara prospek suatu bisnis dan informasi keuangan dimaksud.

Struktur modal adalah proporsi modal yang bersal dari hutang dan modal pemegang saham. Struktur modal perusahaan merupakan salah satu faktor fundamental dalam operasi perusahaan. Struktur modal ditentukan oleh kebijakan pembelanjaan (financing policy) dari manajemen berdasarkan pertimbangan yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif. Kondisi struktur modal suatu perusahaan publik tentunya telah mempertimbangkan faktor jenis usaha dan rencana bisnis perusahaan. Apakah suatu rencana bisnis perusahaan akan dibiayai seluruhnya oleh pemegang saham ataukah sebagian besar akan dibiayai oleh hutang. Komposisi antara hutang dan modal ini dipengaruhi oleh jenis usaha perusahaan dan aturan terkait kegiatan usaha suatu perusahaan. Apabila komposisi struktur modal lebih didominasi oleh hutang maka tentunya sebagian besar pendapatan perusahaan akan disisihkan untuk membayar biaya hutang dan pengembalian hutang tersebut.

Dividen merupakan suatu komponen penting dalam perhitungan imbal hasil (return) bagi investor (pemegang Saham) suatu perusahaan, dengan kata lain para investor memiliki tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraan dengan mengharapkan pengembalian dalam bentuk dividen maupun peningkatan harga saham (capital gain). Kemampuan membayar dividen erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar dividen juga besar. Kebijakan dividen suatu perusahaan publik (pay out ratio) akan mempertimbangkan kebutuhan perusahaan untuk tetap dapat beroperasi secara normal dan selalu bertumbuh. Karena pertumbuhan perusahaan akan meningkatkan ekuitas perusahaan dan khusus pada perusahaan publik, hal ini pada akhirnya akan meningkatkan harga saham di Bursa Efek. Saat ini dividend pay out ratio yang biasa dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen adalah berkisar antara 10-30% dari laba bersih setiap tahunnya.

Perusahaan yang telah memiliki cash flow sangat kuat (tidak memerlukan tambahan modal kerja setiap tahunnya) akan cenderung membagikan dividen sebesar hampir seluruh laba bersih yang didapat.

Ukuran suatu perusahaan dapat dilihat dari berbagai sisi, salah satunya dari sisi aset. Apabila aset suatu perusahaan banyak didominasi oleh modal sendiri (ekuitas) maka perusahaan tersebut memiliki kemampuan berhutang yang tinggi sesuai perhitungan ratio hutang terhadap modal. Kebijakan hutang merupakan salah satu alternatif pendanaan perusahaan selain menjual saham di pasar modal. Ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap kemudahan perusahaan dalam memperoleh hutang. Perusahaan besar memiliki aktiva yang besar yang dapat dijamin dalam sumber pendanaan. Sehingga ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap akses perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan. Dengan adanya perusahaan yang melakukan Go Public maka perusahaan tersebut memiliki tambahan komposisi ekuitas yang dapat dimanfaatkan untuk memperoleh tambahan hutang sehingga aset yang dimiliki semakin besar dan dapat dimanfaatkan untuk kegiatan usahanya.

Kinerja keuangan adalah usaha formal yang telah dilakukan oleh perusahaan yang dapat mengukur keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan laba, sehingga dapat melihat pertumbuhan, prospek, dan potensi perkembangan baik perusahaan. Suatu perusahaan dapat dikatakan berhasil apabila telah mencapai tujuan dan standar yang telah ditetapkan. Perusahaan publik memiliki kemampuan yang melebihi perusahaan tertutup dalam hal akses permodalan. Oleh karenanya perusahaan publik juga memiliki kemampuan untuk mencapai kinerja diatas rata-rata industri atau perusahaan lain yang belum Go public.

Suatu perusahaan dikatakan mempunyai nilai yang baik jika kinerja perusahaan juga baik. Karena tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham.

Nilai suatu perusahaan dapat dilihat dari beberapa hal antara lain :

1. Manajemen dan strategi
2. Kinerja dan imbal hasil
3. Posisi keuangan
4. Rencana dan prospek usaha

Dalam hal perusahaan publik maka peningkatan harga saham menjadi suatu tolok ukur suatu perusahaan yang memiliki nilai. Peningkatan harga saham merupakan cerminan ekspektasi investor terhadap peningkatan kekayaan pemegang saham yang tercermin dari peningkatan ekuitas perusahaan dari hasil operasionalnya. Suatu perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham.

Peningkatan ekuitas ini tergantung dari beberapa faktor antara lain adalah struktur modal, apabila imbal hasil kepada pemegang saham lebih tinggi dibanding pembayaran biaya hutang, maka laju peningkatan nilai perusahaan akan semakin cepat.

Keputusan investasi yang dilakukan investor terhadap perusahaan publik akan memberikan kontribusi yang besar terhadap kinerja keuangan. Dana (modal) yang diterima oleh perusahaan dapat digunakan untuk melakukan investasi untuk ekspansi usaha dan/atau efisiensi terhadap biaya dana perusahaan. Investasi yang dilakukan perusahaan seringkali memberikan peluang bagi perusahaan untuk meningkatkan keunggulan bersaingnya yang pada akhirnya akan berdampak positif terhadap peningkatan kinerja keuangan.

Struktur modal merupakan elemen penting dari suatu kegiatan usaha. Struktur modal dikatakan kuat apabila komposisi antara modal dan hutang berimbang. Namun hal ini juga tergantung dari karakteristik dan jenis usahanya. Misalnya seperti perusahaan sektor keuangan (bank, multifinance), maka komposisi hutangnya bisa jadi jauh lebih besar dari modal, dan memang dari segi perlakuan akuntansinya memungkinkan hal ini. Struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan, semakin kuat struktur struktur permodalan maka semakin kuat potensi peningkatan kinerja keuangannya.

Namun demikian penggunaan hutang oleh pihak manajemen harus dilakukan dengan hati-hati, karena semakin besar hutang akan menurunkan kinerja keuangan (laba bersih). Besar kecilnya hutang yang dimiliki perusahaan adalah relatif, investor lebih melihat bagaimana pihak manajemen perusahaan menggunakan dana tersebut dengan efektif dan efisien untuk mencapai nilai tambah bagi nilai perusahaan.

Berbeda dengan teori yang mengatakan struktur modal yang tinggi dapat mengindikasikan bahwa klaim pihak lain relatif lebih besar ketimbang aset yang tersedia untuk menutupnya, meningkatkan resiko bahwa klaim kreditor kemungkinan tidak akan tertutup secara penuh bilamana terjadi likuidasi. Semakin rendah rasionya, maka semakin sedikit kewajiban perusahaan di masa yang akan datang dan baik secara langsung maupun tidak langsung berdampak terhadap harga saham.

Kebijakan dividen dalam peraturan telah diatur dalam UU No.40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, dalam pasal 71 telah secara tegas diatur bahwa suatu perusahaan dilarang membagikan dividen kepada pemegang saham jika memiliki saldo laba negatif (saldo rugi). Perusahaan dapat membagikan dividen baik interim maupun final. Adapun rasio pembayaran tidak diatur secara khusus. Kebijakan dividen memberikan kontribusi yang signifikan terhadap kinerja keuangan, dalam praktek keuangan perusahaan (corporate finance), laba yang telah dihasilkan tahun sebelumnya dapat diinvestasikan kembali untuk memperbesar usaha dan / atau dibagikan sebagian atau seluruhnya sebagai dividen kepada pemegang saham. Dalam hal ini kembali kepada rencana bisnis masing-masing perusahaan, apakah dengan modal kerja yang dimiliki telah dirasa cukup untuk melakukan pengembangan usaha atau masih kurang.

Salah satu tolak ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran perusahaan. Faktor ukuran perusahaan yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan merupakan faktor penting dalam pembentukan laba. Perusahaan besar yang dianggap telah mencapai tahap kedewasaan merupakan suatu gambaran bahwa perusahaan tersebut relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibandingkan perusahaan kecil. Dengan adanya sumber daya yang besar, maka perusahaan dapat melakukan investasi baik untuk aktiva lancar maupun aktiva tetap dan juga memenuhi permintaan. Hal ini akan semakin memperluas pangsa pasar. Namun demikian perlu diperhatikan bahwa selain ukuran perusahaan maka kualitas dari aset perusahaan juga merupakan faktor penting, seberapa aset tersebut dapat efektif menghasilkan pendapatan untuk perusahaan.

Keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Perusahaan dikatakan bernilai dan akan memberikan kontribusi signifikan terhadap kinerja keuangan jika memiliki rencana investasi dan bisnis yang baik disesuaikan dengan struktur modal dalam industri (kemampuan modal pemegang saham serta kemampuan hutang perusahaan) dan telah mampu memprioritaskan hasil

usaha kepada pemegang saham dengan komposisi lebih besar dibanding kepada kreditur. Dengan demikian keempat variabel yang diteliti oleh peneliti saling berkaitan satu dengan lainnya. Nilai perusahaan juga akan meningkat apabila kinerja keuangan perusahaan baik.

Sebagai konsekuensi dari globalisasi dan integrasi ekonomi, maka kinerja pasar modal sangat tergantung dari kinerja ekonomi nasional, regional, dan internasional. Laju pertumbuhan pasar modal turut ditentukan oleh berbagai indikator makro ekonomi seperti laju inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar, dan besaran indikator makro lainnya. Beberapa hal lain terkait ekonomi regional juga turut mempengaruhi sentimen pasar modal, antara lain:

- Perkembangan ekonomi regional baik di kawasan Amerika, Eropa, dan Asia.
- Resesi ekonomi yang melanda Amerika Serikat hingga saat ini masih berpengaruh terhadap ekonomi dunia.
- Krisis surat utang yang melanda negara di Uni Eropa seperti Yunani, Portugal, Italia, Spanyol dan lain-lain berdampak buruk bagi kawasan ekonomi lainnya.
- Dampak keluarnya Inggris dari Uni Eropa akan mempengaruhi politik dan ekonomi regional daratan Eropa.
- Pertumbuhan ekonomi Jepang yang masih lesu seiring dengan badai tsunami dikhawatirkan turut memperlemah kinerja ekonomi di kawasan Asia.

Namun demikian pergerakan dana untuk kegiatan investasi tidak mengenal surut walaupun ekonomi sedang mengalami penurunan. Aktivitas pasar modal di seluruh dunia akan terus bergerak mencari peluang portfolio investasi yang mampu memberikan return yang lebih baik. Blessing in disguise, lesunya ekonomi di suatu kawasan terkadang menjadi 'berkah' bagi kawasan ekonomi di belahan dunia lain.

Pasar saham di Indonesia mengalami pertumbuhan kinerja yang sangat baik dan hal ini dapat dilihat dari pertumbuhan indeks harga saham yang pada tahun 1985 sejak diaktifkannya kembali pasar modal berada pada level 66,5 dengan kapitalisasi pasar mencapai Rp89 milyar, pada era krisis moneter 1998 indeks mencapai 398 dengan kapitalisasi pasar mencapai Rp175 milyar, dan pada krisis keuangan subprime mortgage tahun 2008 indeks mencapai 1.355 dengan kapitalisasi pasar mencapai Rp1.076 trilyun dan hanya dalam waktu delapan tahun kemudian (2016) indeks telah mencapai 5.296 dengan kapitalisasi pasar mencapai Rp5.753 trilyun. Hal ini menunjukkan bahwa prospek kinerja bursa efek selama ini sangat baik.



Wawancara dengan Harry Kurniawan, ST, MM, MappFin,CWM

Namun demikian terdapat beberapa hal yang masih menjadi “pekerjaan rumah” bagi seluruh stake holder antara lain :

1. Minimnya jumlah investor domestik.

Berdasarkan data KSEI awal tahun 2017, jumlah investor domestik seluruh Indonesia yang memiliki saham, reksadana, dan surat berharga pasar uang, adalah sebanyak 932 ribu orang, dari 257 juta penduduk Indonesia.

Untuk itu diperlukan suatu sweetener agar pasar sekunder tetap terus bergairah dalam bertransaksi, Sebagai salah satu negara dengan populasi terbesar di dunia, maka peningkatan pemodal lokal menjadi salah satu faktor yang turut memperkuat daya tahan pasar sehubungan dengan volatilitas aliran dana yang bersifat jangka pendek. Dengan basis pemodal local yang besar dan kuat, maka pasar modal Indonesia lebih siap menghadapi ‘guncangan’ pasar. Untuk itu, edukasi dan sosialisasi merupakan medium yang harus terus ditumbuhkembangkan.

2. Peningkatan implementasi Good Governance dan Etika Bisnis.

Sejarah membuktikan bahwa pengabaian implementasi Good Corporate Governance (GCG) berdampak pada penurunan kinerja, reputasi, hingga krisis. Kita telah menyaksikan betapa besar biaya yang harus dibayar setiap kali berhadapan dengan krisis, baik krisis perbankan tahun 1997/1998, krisis subprime 2008, dan krisis lain dengan dimensi berbeda dan dengan skala yang lebih kecil. Namun, semua pihak harus menyadari bahwa GCG merupakan kunci bagi keberlangsungan (sustainability) bisnis keuangan dan pasar modal. Selain itu, dalam konteks lain kita juga berhadapan dengan risiko reputasi terkait dengan beberapa persoalan di perbankan seperti pembobolan dana nasabah dan lain-lain. Intinya adalah bagaimana implementasi Good Corporate Governance melalui penerapan manajemen risiko dan penegakan aturan sehingga bisnis keuangan mengedepankan etika bisnis.

3. Jumlah emiten di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang memiliki kinerja bagus masih relatif sedikit. Hingga akhir Agustus 2017 jumlah emiten yang mencatatkan saham di Bursa Efek Indonesia baru berjumlah 555 perusahaan.

4. Produk investasi pasar modal masih terbatas. Tantangan yang ada salah satunya diversifikasi produk investasi.

5. Sistem aturan yang belum sinkron. Keberadaan pasar modal tidak lepas dari industri jasa keuangan.

6. Masih banyaknya saham perusahaan publik yang tidak likuid sehingga rawan dikuasai pihak-pihak tertentu (“saham gorengan”).

7. Mengurangi defisit anggaran pendapatan belanja negara (APBN) dari pendanaan bagi fasilitas publik. Diharapkan pemerintah mendorong pihak yang bersangkutan untuk memanfaatkan pasar modal sebagai alternatif pendanaan

Tabel 29
Matriks Konsistensi Pengujian Hasil Penelitian dengan Pendapat Pakar (Expert Judgement)

<p>Variabel Analisis Deskriptif</p>	<p>Keputusan Investasi</p> <p>Dimensi dari variabel keputusan investasi adalah total assets growth, market to book assets ratio, earning to price ratio, capital expenditure to book value assets ratio dan current assets total assets ratio. Investasi aktual dengan menggunakan indikator total assets growth dan current assets to total assets ratio mampu menjelaskan variabel keputusan investasi, walaupun pada tingkat yang lebih rendah dibandingkan dengan investment opportunities. Namun nilai loadingnya sangat bermakna untuk menjelaskan variabel keputusan investasi.</p>
<p>Analisis Verifikatif</p>	<p>Keputusan investasi memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja keuangan sebesar positif 2,34%. Sedangkan pengaruh tidak langsungnya sebesar 7,82% yaitu melalui struktur modal, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan</p>
<p>Pendapat Pakar</p>	<p>Para Expert sependapat bahwa keputusan investasi mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.</p> <p>Investor mempertimbangkan faktor informasi akuntansi. Informasi akuntansi diprediksi memiliki nilai relevansi, karena informasi akuntansi secara statistik berhubungan dengan nilai pasar. Relevansi nilai informasi akuntansi merupakan kemampuan menjelaskan (explanatory power) nilai suatu perusahaan berdasarkan informasi akuntansi. Relevansi nilai diarahkan untuk menginvestigasi hubungan empirik antara nilai-nilai pasar saham (stock market values) dengan berbagai angka (nilai) informasi akuntansi yang dimaksudkan untuk menilai manfaat angka-angka tersebut dalam penilaian fundamental perusahaan.</p>
<p>Variabel Analisis Deskriptif</p>	<p>Struktur Modal</p> <p>Indikator yang mendukung variabel struktur modal adalah book debt to equity ratio, book debt to asset ratio, long term debt equity ratio dan market debt equity ratio.</p> <p>Loading factor yang dihasilkan dari hasil pengukuran ternyata book debt to equity ratio memiliki pengaruh yang paling kuat dalam struktur modal. Artinya, rasio hutang terhadap ekuitas merupakan suatu keputusan yang penting karena berkaitan dengan kemampuan perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya (solvabilitas) dan manfaat yang akan di peroleh. Long term market debt ratio memiliki pengaruh pada urutan kedua yang dipertimbangkan manajemen dalam struktur modal, nilai market debt to equity ratio pada urutan ketiga, dan terakhir adalah book debt to assets ratio merupakan keputusan dengan pengaruh yang paling kecil dalam masalah struktur modal perusahaan.</p>

<p>Analisis Verifikatif</p>	<p>Pengaruh langsung variabel struktur modal terhadap kinerja keuangan sebesar 5,06%. Sedangkan pengaruh tidak langsungnya sebesar 11,86%, yaitu melalui variabel keputusan investasi, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan. Pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap kinerja keuangan lebih besar dibandingkan dengan pengaruh langsungnya. sehingga pengaruh langsung dan tidak langsung struktur modal terhadap kinerja keuangan sebesar 16,92%</p>
<p>Pendapat Pakar</p>	<p>Para Expert sependapat bahwa struktur modal mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Struktur modal perusahaan merupakan salah satu faktor fundamental dalam operasi perusahaan. Struktur modal ditentukan oleh kebijakan pembelanjaan (financing policy) dari manajemen berdasarkan pertimbangan yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif. Kondisi struktur modal suatu perusahaan publik tentunya telah mempertimbangkan faktor jenis usaha dan rencana bisnis perusahaan. Apakah suatu rencana bisnis perusahaan akan dibiayai seluruhnya oleh pemegang saham ataukah sebagian besar akan dibiayai oleh hutang. Komposisi antara hutang dan modal ini dipengaruhi oleh jenis usaha perusahaan dan aturan terkait kegiatan usaha suatu perusahaan. Apabila komposisi struktur modal lebih didominasi oleh hutang maka tentunya sebagian besar pendapatan perusahaan akan disisihkan untuk membayar biaya hutang dan pengembalian hutang tersebut.</p>
<p>Variabel Analisis Deskriptif</p>	<p>Kebijakan Dividen variabel kebijakan dividen didukung oleh indikator dividend payout ratio dan dividend yield Kebijakan dividen yang diproksi melalui dividend yield tampak lebih bermakna dibandingkan dengan dividend payout ratio. Hal ini bisa disebabkan karena manajemen perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen lebih berorientasi melihat harga pasar saham perusahaan dalam menentukan besarnya dividen dibanding pada besarnya laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen kas.</p>
<p>Analisis Verifikatif</p>	<p>Pengaruh langsung variabel kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan sebesar 4,62%. Sedangkan pengaruh tidak langsungnya sebesar 12,96%, yaitu melalui variabel keputusan investasi, struktur modal dan ukuran perusahaan. Pengaruh tidak langsung kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan lebih besar dibandingkan dengan pengaruh langsungnya, sehingga pengaruh langsung dan tidak langsung kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan sebesar 17,58%.</p>

<p>Pendapat Pakar</p>	<p>Para Expert sependapat bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kinerja keuangan.</p> <p>Dividen merupakan suatu komponen penting dalam perhitungan imbal hasil (return) bagi investor (pemegang Saham) suatu perusahaan, dengan kata lain para investor memiliki tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraan dengan mengharapkan pengembalian dalam bentuk dividen maupun peningkatan harga saham (capital gain). Kemampuan membayar dividen erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar dividen juga besar. Kebijakan dividen suatu perusahaan publik (pay out ratio) akan mempertimbangkan kebutuhan perusahaan untuk tetap dapat beroperasi secara normal dan selalu bertumbuh. Karena pertumbuhan perusahaan akan meningkatkan ekuitas perusahaan dan khusus pada perusahaan publik, hal ini pada akhirnya akan meningkatkan harga saham di Bursa Efek.</p> <p>Saat ini dividend payout ratio yang biasa dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen adalah berkisar antara 10-30% dari laba bersih setiap tahunnya.</p> <p>Perusahaan yang telah memiliki cash flow sangat kuat (tidak memerlukan tambahan modal kerja setiap tahunnya) akan cenderung membagikan dividen sebesar hampir seluruh laba bersih yang didapat.</p>
<p>Variabel Analisis Deskriptif</p> <p>Analisis Verifikatif</p>	<p>Ukuran Perusahaan</p> <p>Variabel ukuran perusahaan didukung oleh indicator size total assets dan size sales. Ukuran perusahaan bagi perusahaan dapat menunjukkan tingkat kepastian (certainty). Perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian yang lebih besar dari pada perusahaan kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan ke depan.</p> <p>Ukuran perusahaan yang diproksi melalui size sales tampak lebih bermakna dibandingkan dengan size total assets. Hal ini bisa disebabkan karena manajemen perusahaan lebih berorientasi melihat total penjualan perusahaan dibandingkan dengan total asset perusahaan sebagai ukuran besar kecilnya perusahaan.</p> <p>Pengaruh langsung ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan sebesar 9,49%. Sedangkan pengaruh tidak langsungnya sebesar 12,59%, yaitu melalui keputusan investasi, kebijakan dividen dan struktur modal. Pengaruh tidak langsung ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan lebih besar dibandingkan dengan pengaruh langsungnya. sehingga pengaruh langsung dan tidak langsung ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan sebesar 22,88%.</p>

Pendapat Pakar	<p>Para Expert sependapat bahwa Ukuran perusahaan mempengaruhi kinerja keuangan. Ukuran suatu perusahaan dapat dilihat dari berbagai sisi, salah satunya dari sisi aset. Apabila aset suatu perusahaan banyak didominasi oleh modal sendiri (ekuitas) maka perusahaan tersebut memiliki kemampuan berhutang yang tinggi sesuai perhitungan ratio hutang terhadap modal. Kebijakan hutang merupakan salah satu alternatif pendanaan perusahaan selain menjual saham di pasar modal. Ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap kemudahan perusahaan dalam memperoleh hutang. Perusahaan besar memiliki aktiva yang besar yang dapat dijamin dalam sumber pendanaan. Sehingga ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap akses perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan. Dengan adanya perusahaan yang melakukan Go Publik maka perusahaan tersebut memiliki tambahan komposisi ekuitas yang dapat dimanfaatkan untuk memperoleh tambahan hutang sehingga aset yang dimiliki semakin besar dan dapat dimanfaatkan untuk kegiatan usahanya.</p>
Variabel Analisis Deskriptif	<p>Kinerja Keuangan</p> <p>variabel kinerja keuangan dan nilai perusahaan merupakan observe variable yang masing-masing indikatornya untuk kinerja keuangan adalah return on asset dan basic earning power. Dari hasil pengukuran ketiga indikator nilai perusahaan ternyata spread value over cost to book value of assets dan excess return to market lebih baik dan tepat digunakan sebagai ukuran nilai perusahaan. Hasil ini juga menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan memiliki kecenderungan dinilai atas dasar laba bersih perusahaan dibandingkan dengan laba operasi perusahaan.</p>
Analisis Verifikatif	<p>Kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,873 sehingga semakin baik kinerja keuangan, maka akan memberikan kontribusi terhadap nilai perusahaan sebesar 0,873 dengan pengaruhnya sebesar 76,1%. Ini menggambarkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kinerja keuangan. Sehingga untuk meningkatkan nilai perusahaan maka suatu perusahaan harus meningkatkan kinerja keuangan yang disebabkan adanya peningkatan dari keputusan investasi, kebijakan dividen, struktur modal dan ukuran perusahaan.</p>
Pendapat Pakar	<p>Para Expert sependapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kinerja keuangan adalah usaha formal yang telah dilakukan oleh perusahaan yang dapat mengukur keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan laba, sehingga dapat melihat pertumbuhan, prospek, dan potensi perkembangan baik perusahaan. Suatu perusahaan dapat dikatakan berhasil apabila telah mencapai tujuan dan standar yang telah ditetapkan. Perusahaan publik memiliki kemampuan yang melebihi perusahaan tertutup dalam hal akses permodalan. Oleh karenanya perusahaan publik juga memiliki kemampuan untuk mencapai kinerja diatas rata-rata industri atau perusahaan lain yang belum Go publik.</p>

<p>Variabel Analisis Deskriptif</p>	<p>Nilai Perusahaan Tobin's Q (Z1.1) dan Price to book value (Z1.2). Dari hasil pengukuran dua indikator nilai perusahaan ternyata price to book value dan excess return to market lebih baik dan tepat digunakan sebagai ukuran nilai perusahaan. Hasil ini juga menunjukkan bahwa nilai perusahaan memiliki kecenderungan dinilai atas dasar nilai buku dibandingkan dengan nilai pasar. Untuk saham nilai pasar adalah nilai yang benar-benar akan dibayar untuk selembarnya saham. Nilai pasar bisa lebih atau kurang dari nilai buku saham, karena nilai pasar tergantung pada laba perusahaan sebagai akibat keputusan dan kebijakan yang diambil perusahaan. Oleh sebab itu nilai pasar dalam keadaan bergerak dinamis dan tidak pasti. Sedangkan nilai buku mencerminkan nilai historis atas aktiva yang dicatat dalam akuntansi.</p>
<p>Pendapat Pakar</p>	<p>Para Expert sependapat dengan hasil temuan penelitian bahwa Suatu perusahaan dikatakan mempunyai nilai yang baik jika kinerja perusahaan juga baik. Karena tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham.</p> <p>Nilai suatu perusahaan dapat dilihat dari beberapa hal antara lain :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Manajemen dan strategi • Kinerja dan imbal hasil • Posisi keuangan • Rencana dan prospek usaha <p>Dalam hal perusahaan publik maka peningkatan harga saham menjadi suatu tolok ukur suatu perusahaan yang memiliki nilai. Peningkatan harga saham merupakan cerminan ekspektasi investor terhadap peningkatan kekayaan pemegang saham yang tercermin dari peningkatan ekuitas perusahaan dari hasil operasionalnya. Suatu perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham.</p> <p>Peningkatan ekuitas ini tergantung dari beberapa faktor antara lain adalah struktur modal, apabila imbal hasil kepada pemegang saham lebih tinggi dibanding pembayaran biaya hutang, maka laju peningkatan nilai perusahaan akan semakin cepat.</p>

8. Novelty

Novelty yang dapat diperoleh dari hasil penelitian ini adalah :

1. Market to book assets ratio dapat dijadikan proksi untuk keputusan investasi dikarenakan nilai loading factor-nya di atas 0.5 dan paling besar dibanding earning to price ratio, capital expenditure to book value assets ratio, current assets to total assets ratio dan total assets growth.
2. Book debt to equity ratio dapat dijadikan proksi untuk struktur modal dikarenakan nilai loading factor-nya di atas 0.5 dan paling besar dibanding book debt to assets ratio, long term debt to equity ratio dan market debt equity ratio.
3. Dividend yield dapat dijadikan proksi untuk kebijakan dividen dibandingkan dividend payout ratio dikarenakan nilai loading factor-nya di atas 0.5 dan lebih besar dibandingkan dividend payout ratio.
4. Sales dapat dijadikan proksi untuk ukuran perusahaan dibandingkan total assets dikarenakan nilai loading factor-nya di atas 0.5 dan lebih besar dibandingkan total assets.
5. Return on Total Assets dapat dijadikan proksi kinerja keuangan dibandingkan basic earning power dikarenakan nilai loading factor-nya di atas 0.5 dan lebih besar dibandingkan basic earning power.
6. Price to book value dapat dijadikan proksi nilai perusahaan dibandingkan Tobin'S Q dikarenakan nilai loading factor-nya di atas 0.5 dan lebih besar dari Tobin'S Q.
7. Keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan mempengaruhi kinerja keuangan secara langsung maupun tidak langsung melalui keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan.
8. Dalam menentukan Nilai Perusahaan yang baik dibentuk oleh kinerja keuangan perusahaan yang baik.
9. Kinerja Keuangan perusahaan merupakan variabel intervening yang menghubungkan antara Keputusan Investasi, Struktur Modal, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan dengan nilai perusahaan.
10. Metode penelitian yang digunakan adalah SEM dengan sampel semua perusahaan yang ada di BEI kecuali bidang perbankan
11. Model kinerja keuangan di perusahaan yang terdaftar di BEI dibentuk oleh Keputusan Investasi, Struktur Modal, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan.

9. Simpulan dan Saran

9.1 Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya, maka dapat ditarik beberapa simpulan sebagai berikut :

1. Keputusan investasi yang diukur oleh Total assets growth, Market to book assets ratio, Earning to price ratio, Capital expenditure to book value assets ratio, Current assets to total assets ratio, pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI mengalami fluktuasi yang beragam. Berdasarkan hasil loading factor menunjukkan bahwa keputusan Investasi dengan menggunakan indikator Market to book assets ratio mampu memberikan kontribusi lebih besar dibandingkan

dengan indikator lainnya.

Struktur modal yang diukur oleh Book debt to equity ratio, Book debt to assets ratio, Long term debt to equity ratio, Market debt equity ratio, menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan go public yang terdaftar di BEI mengalami fluktuasi yang beragam. Berdasarkan hasil loading factor book debt to equity ratio memiliki pengaruh yang paling kuat dalam struktur modal.

Kebijakan dividen yang diukur oleh dividend pay out ratio dan dividend yield, menunjukkan bahwa kebijakan dividen perusahaan go public yang terdaftar di BEI mengalami fluktuasi yang beragam. Berdasarkan hasil loading factor dividend yield tampak lebih bermakna dibandingkan dengan dividend payout ratio.

Ukuran perusahaan yang diukur oleh total assets dan sales menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dari perusahaan go public mengalami kenaikan. Berdasarkan hasil loading factor, sales tampak lebih bermakna dibandingkan dengan total assets.

2. Kinerja keuangan perusahaan go public di Indonesia diukur dengan baik melalui dua indikator tersebut yaitu return on total assets dan basic earning power menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan go public yang terdaftar di BEI mengalami fluktuasi beragam. Dimensi return on total assets memiliki persentase tertinggi dibandingkan dengan basic earning power.
3. Nilai Perusahaan yang diukur oleh Tobin's Q dan price book value menunjukkan bahwa nilai perusahaan go public yang terdaftar di BEI mengalami fluktuasi beragam. Nilai perusahaan go public dapat dijelaskan oleh dimensi price to book value yang memiliki kontribusi lebih tinggi dibandingkan dengan Tobin's Q.
4. Keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan secara simultan memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI sebesar 66,73%.
5. Keputusan investasi, memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI sebesar 10,16%. Semakin baik keputusan investasi, maka akan meningkatkan kinerja keuangan di perusahaan go public yang terdaftar di BEI.
6. Struktur modal memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI sebesar 16,92%. Semakin baik struktur modal, maka akan meningkatkan kinerja keuangan di perusahaan go public yang terdaftar di BEI. Struktur modal yang baik adalah dengan komposisi hutang dan ekuitas berimbang.
7. Kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI sebesar 17,58%. Semakin baik kebijakan investasi, maka akan meningkatkan kinerja keuangan di perusahaan go public yang terdaftar di BEI.
8. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI sebesar 22,08%. Semakin baik ukuran perusahaan, maka akan meningkatkan kinerja keuangan di perusahaan go public yang terdaftar di BEI.

9. Kinerja Keuangan memiliki pengaruh terhadap Nilai perusahaan pada perusahaan go public yang terdaftar di BEI sebesar 76,1%. Semakin baik kinerja keuangan, maka akan meningkatkan nilai perusahaan di perusahaan go public yang terdaftar di BEI

9.2 Saran

Mengacu pada hasil penelitian dan kegunaan dari hasil penelitian ini, maka beberapa saran-saran yaitu :

1. Penelitian tentang faktor eksternal perusahaan yang berdampak terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan perlu dipertimbangkan, mengingat faktor eksternal belum dimasukkan dalam permodelan seperti tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi, nilai tukar mata uang, politik, atau perkembangan industri. Selain itu, perlu dipertimbangkan faktor penerapan good corporate governance (GCG) oleh perusahaan go public terhadap keputusan kinerja keuangan dan nilai perusahaan.
2. Tidak dilibatkannya faktor tersebut merupakan keterbatasan penelitian dan keterbatasan model yang digunakan. Untuk itu perlu dikembangkan lebih lanjut model analisis yang mampu mengakomodasi aspek fundamental perusahaan dan faktor eksternal yang merupakan aspek fundamental ekonomi.
3. Melakukan penelitian dengan kategori perusahaan go public yang berada di papan utama dan papan pengembangan. Selain itu perlu dikaji juga apakah dalam kondisi ekonomi krisis dan normal memberikan kesimpulan yang sama.
4. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan indikator-indikator lain yang membentuk variabel laten keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, kinerja keuangan dan nilai perusahaan.
5. Nilai perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan indikator berbasis harga saham. Penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan pendekatan lain untuk mengukur nilai perusahaan seperti free cash flow atau appraisal value.
6. Bagi Perusahaan-perusahaan go public, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan, bahwa ternyata keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan secara bersama-sama memiliki pengaruh yang cukup besar terhadap kinerja keuangan dan kinerja keuangan mempengaruhi nilai perusahaan, demikian juga apabila dilakukan secara terpisah. Oleh sebab itu, perlu diperhatikan yang berkaitan dengan keputusan investasi, struktur modal, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan karena satu tindakan yang diambil akan berdampak langsung maupun tidak langsung terhadap kinerja keuangan dan berimplikasi pada nilai perusahaan.
7. Ukuran perusahaan merupakan faktor terbesar yang mempengaruhi kinerja keuangan sehingga Kinerja keuangan masih merupakan hal yang harus benar-benar diperhatikan manajemen perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan juga bagi investor dalam berinvestasi pada perusahaan go public sebelum membuat keputusan.
8. Bagi pihak regulator yang berhubungan dengan pasar modal dapat mendukung kegiatan akademis dalam bentuk penyajian data yang diperlukan dengan tepat dan akurat, sehingga pihak akademis juga mempunyai keinginan yang kuat

untuk membantu perkembangan pasar modal di Indonesia melalui penelitian yang manfaatnya benar-benar dapat digunakan bagi perkembangan akademis dan operasional. Sehubungan dengan masalah kelengkapan dan keakuratan data, maka pihak yang bersangkutan seperti OJK dan Bursa Efek Indonesia dapat melakukan beberapa cara. Pertama, membuat standar pelaporan keuangan dan non keuangan yang didasarkan pada kebutuhan praktis dan akademis. Kedua, regulator dapat berkonsultasi dengan personal akademis tentang kebutuhan bidang akademis yang dapat menunjang penelitian yang bermanfaat bagi kegiatan praktis dan pendidikan. Ketiga, regulator bisa lebih tegas melakukan punishment bagi perusahaan public yang melakukan pelanggaran serta reward yang sesuai atas kepatuhan perusahaan go public. Keempat, menerbitkan buku ICMD yang berisi summary laporan keuangan seluruh perusahaan go public paling lambat 6(enam) bulan sejak tutup buku atau 30 Juni tahun berikutnya sehingga data sekunder yang dibutuhkan untuk penelitian sesuai kondisi terkini dapat dilakukan.

9. Bagi pelaku pasar modal khususnya para investor, analis, dan yang berhubungan dengan investasi di pasar modal. Hasil penelitian ini telah menunjukkan bahwa faktor fundamental perusahaan khususnya ukuran perusahaan dan kebijakan dividen memiliki pengaruh yang besar terhadap kinerja keuangan perusahaan. Untuk itu setiap keputusan investasi di pasar modal yang dilakukan masih harus tetap mengacu pada analisis fundamental bukan berdasarkan rumor atau pendekatan yang kurang masuk akal.

DAFTAR PUSTAKA

Sumber Buku:

- Adam, Tim and Goyal. Vidhan. K, 2003. “ The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables: Theory and Evidence”, Hong kong University of Science and Technology.
- Arifin, J., 2007. Cara Cerdas Menilai Kinerja Perusahaan Berbasis Komputer, Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Augusty, Ferdinand. 2006. Metode Penelitian Manajemen. Semarang :Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Bachrudin, Ahmad dan Harapan L Tobing., 2003,” Analisis Data Untuk Penelitian Survei: dengan menggunakan Lisrel 8,” Jurusan Statistika FMIPA UNPAD, Bandung.
- Bateman, TS., dan Snell, SA. 2008. Management: Leading and Collaborating in Competitive World, 7 th Edition. Manajemen Kepemimpinan dan Kolaborasi dalam Dunia Persaingan, Edisi 7 Penerjemah: Chriswan Sungkoro dan Ali Akbar Yulianto, Penerbit : Salemba Empat. Jakarta.
- Booth, Laurence, Varouj Alvazian, Asli Demirguc Kunt and Vojislav Maksimovic. 2000. Capital Structure in Developing Countries, Tenth Draft May.
- Brealey, Richard A. and Myers, Stewart C. 2008. Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill Companies, Inc.
- Brigham, Eugene F., and Daves Philip R. 2016, Intermediate Financial Management, Twelfth Edition, Cengage Learning.
- Brigham, Eugene F., and Houston, Joel F. 2009. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Buku 1, Edisi Kesepuluh, Penerbit : Salemba Empat, Jakarta.
- Brigham, Eugene F., and Houston, Joel F. 2013. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Buku 2, Edisi Kesebelas, Penerbit : Salemba Empat, Jakarta.
- Burhan Bungin. 2011. Metodologi Penelitian Kuantitatif, Kencana Prenada Media Group, Jakarta.
- Damodaran, Aswath. 2014. Applied Corporate Finance. Fourth Edition, Wiley and Sons, New York.
- Dumairy, Horne, 2010. Perekonomian Indonesia, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Fahmi, Irham. 2014. Pengantar Manajemen Keuangan. Bandung: CV Alfabeta.
- Ferdinand, Augusty., 2006, Structural Equation Modeling dalam Penelitian Manajemen ; Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, Imam, 2008. Structural Equation Modeling Metode Alternatif dengan Partial Least Square. Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- Gitman, J. Lawrence and Chad, J. Zutter. 2012. Principles of Managerial Finance. England. Pearson Educated
- Griffin, R. 2004. Fundamental of Management 6 th Edition. South Western Cengage Learning, Mason USA.
- Gumanti, T. Ary. 2013. Kebijakan Dividen : Teori, Empiris dan Implikasi, Edisi Pertama, UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Hair, J.F., Anderson, R.E., Tatham, R.L., and Black, W.C. 2008. Multivariate

- Data Analysis, 6th ed, New Jersey: Prentice Hall.
- Halim, Abdul. 2015. Manajemen Keuangan Bisnis, Konsep dan Aplikasinya. Edisi Pertama, Mitra Wacana Media, Jakarta.
- Hanafi, M. Mamduh dan Halim, Abdul. 2009. Analisis Laporan Keuangan, Edisi Keempat, UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Handoko, T., Hani. 2013. Manajemen. BPFE. Yogyakarta.
- Harahap, Sofyan Syafri. 2009. Analisis Kritis atas Laporan Keuangan Edisi Ke satu. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Haryono, Siswoyo. 2017. Metode SEM untuk Penelitian Manajemen, AMOS, LISREL, PLS. Edisi Pertama, Luxima Metro Media, Jakarta.
- Husnan, Suad. 2008. Manajemen Keuangan-Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang, Buku 1 Edisi Keempat, Yogyakarta: BPFE
- Husnan, Suad dan Pudjiastuti. 2012. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Edisi Keenam Cetakan Pertama. Yogyakarta: UPP STIM YKPM.
- Jogiyanto, Hartono. 2010, Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi ketujuh, BPFE-Yogyakarta
- , 2011. Konsep dan Aplikasi Structural Equation Modeling (SEM) Berbasis Varian dalam Penelitian Bisnis. UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Jumingan. 2006. "Analisa Laporan Keuangan". Jakarta : Bumi Aksara.
- Keown, J. Arthur, John D. Martin, J. William Petty dan David F. Scott, Jr. 2011. Manajemen Keuangan. Indeks
- Kieso, Donald E., Weygandt, Jerry J., and Warfield, Terry D. 2007. Accounting Principles, Edisi 12, Jakarta: Salemba Empat.
- Kieso, Donald E., Weygandt, Jerry J., and Kimmel, Paul D. 2007. Accounting Principles. Pengantar Akutansi, Edisi Ketujuh, Jakarta: Salemba Empat.
- Kreitner, Robert and Angelo Kinicki. 2010. Organizational Behavior. New York. McGraw-Hill.
- Latan, Hengky. 2012. Structural Equation Modeling, Konsep dan Aplikasi menggunakan LISREL, Bandung: Alfabeta.
- Mc-Connel, John J. and Muscarella, Chris J. 1984. Capitalizes Value, Growth Opportunities and Corporate Capital Expenditures Announcements, Purdue University, Lafayette, Ind.
- McShane, Steven L., and Mary Ann Von Glinow. 2010. Organizational Behavior. New York, McGraw-Hill.
- Munawir, S. 2007. Analisa Laporan Keuangan, Edisi keempat, Yogyakarta : Liberty.
- Riyanto, Bambang. 2013. Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan, Edisi keempat, Penerbit BPFE, Yogyakarta.
- Robbin, Steven P. & Coulter, M. 2012, Manajemen, Jilid 1. Jakarta: Indeks Kelompok Gramedia.
- Robbins, Stephen P. and Timothy A. Judge. 2011. Organizational Behavior. New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Salim, U. , dan Moeljadi. 2001 . Dasar - da sa r Manajemen Keuangan. Malang

- : Lembaga Manajemen Fakultas Ekonomi Unibraw.
- Salvatore, Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat: Jakarta.
- Solihin, Sanusi. 2009. *Pengantar Manajemen*. Erlangga. Jakarta.
- Solimun, 2002. *Structural Equation Modeling, Lisrel dan Amos*, Makalah Diklat, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Stoner, James A. F. 2006. *Manajemen Jilid I*. (Edisi ke-6). Jakarta: Salemba Empat.
- Sugiyono. 2009. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung : Alfabeta.
- . 2011. *Statistika untuk Penelitian*. Bandung : Alfabeta.
- . 2013. *Metode Penelitian Manajemen*. Bandung : Alfabeta.
- Sukhemi. 2007. *Pengaruh Penyajian Neraca Daerah Terhadap Akuntabilitas Keuangan Daerah*. AKMENIA UPY
- Supriyono, R., 2011. *Akuntansi Biaya, Perencanaan dan Pengendalian Biaya, serta Pengambilan Keputusan*, Yogyakarta: BPFE
- Terry, George. 2013. *Dasar-Dasar Manajemen*. Dialihbahasakan oleh G.A. Ticoalu. PT. Bumi Aksara. Jakarta Illionis: Richard D. Irwin Inc.
- Utari, D., Purwanti, A., dan Prawironegoro, D. 2104. *Manajemen Keuangan*, Edisi Revisi, Mitra Wacana Media, Jakarta
- Van Horne, James C dan Wachowicz, John M. 2009, *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*, Buku Satu, Salemba Empat, Jakarta.
- Van Horne, James C. 1999. *Financial Management and Policy*, Eleventh Edition, Asoke K. Ghosh, Prentice-Hall of India Private Limited, September 1999.
- . 2008. *Financial Management and Policy*, thirteenth Edition, Asoke K. Ghosh, Prentice-Hall of India Private Limited, September 2008.
- Weston, J. Fred, and Copeland, Thomas E. 2010, *Manajemen Keuangan*, Jilid 2, Edisi Revisi, Binarupa Aksara, Jakarta.
- Winarni, F., dan Sugiarto, 2007. *Manajemen Keuangan; Pemahaman Laporan Keuangan; Pengelolaan Aktiva, Kewajiban dan Modal; serta Pengukuran Kinerja Perusahaan*. Cetakan Pertama. Yogyakarta : Media Pressindo.
- Young, S. David dan O'Byrne, Stephen F. 2001. *Eva dan Manajemen Berdasarkan Nilai, Panduan Praktis untuk Implementasi (Terjemahan)*, Jakarta: Salemba Empat.

Sumber Jurnal:

- Adam, Tim and Goyal. Vidhan. K, 2003. " The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables: Theory and Evidence", Hong kong University of Science and Technology.
- Afzal, A., dan Rohman, A. 2012. *Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan*. Diponegoro Journal of Accounting, 1(2): h:1-9.
- Alam, Z., and Hosain, Mohammad E. 2012. *Dividend Policy : A Comparative Study of UK and Bangladesh Based Companies*. IOSR Journal of Business and Management (IOSR JBM), Vol. 1(1) : pp: 57-67.

- Al-Ghamdi, M., and Rhodes, Mark. 2015. Family Ownership, Corporate Governance and Performance: Evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Economics and Finance*, 7(2), 78-89.
- Almas, Heshmati dan Hans, Loof. 2008. Dynamic Optimal Capital Structure and Technical Change. *Structural Change and Economic Dynamics* 15(4), 449-468.
- AlNajjar, F. K&Balkaoui, A. R, 2001, "Empirical Validation of a General Model of Growth Opportunities", *Managerial Finance*; 27, 3; ABI/INFORM Research
- Amidu, M. 2007. Determinant of Capital Structure of Banks in Ghana : An Empirical Approach. *Baltic Journal of Management*, Vol.2(1), pp:66-79.
- Aprianto, Rachmat dan Arifah, Dista Amalia. 2014. Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2008-2010). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol.15 (1). Semarang : Universitas Islam Sultan Agung.
- Ardestani, Hananeh S., Rasid, Siti Zaleha A., Basiruddin, R., and Mehri, M. 2013. Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set, and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(1): pp : 123-136.
- Ashamu, S., Abiola, J., and Bbadmus, S. 2012. Dividend Policy as Strategic Tool of Financing in Public Firms : Evidence from Nigeria. *European Scientific Journal*, 8(9) : pp: 1-24.
- Bachrudin, Ahmad dan Harapan, L. Tobing. 2003. Analisis Data untuk Penelitian Survei: dengan menggunakan Lisrel 8. Jurusan Statistika FMIPA UNPAD, Bandung.
- Barton SL, Gorgon PJ. 1988. Corporate Strategy and Capital Structure, *Strategic Management Journal*. 9, pp:623-632.
- Bjuggren, P. O., and Wiberg, D. 2008. Industry Specific Effects in Investment Performance and Valuation of Firms. *Empirica*, 35(3), 279-291.
- Bunkanwanicha, Pramuan, Jyoti Gupta, Rofikoh Rokhim. 2003. Debt and Entrenchment : Evidence from Thailand and Indonesia, ROSES-CNRS Maison des Sciences Economiques, University Paris.
- Cassar, G. and Holmes, S. 2003. Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence. *Journal of Accounting and Finance*, Vol.43, pp:123-147.
- Champion, D. 1999. Finance : The Joy of Leverage. *Harvard Business Review*, Vol.77(4), pp:19-22.
- Chandra, Teddy. 2006. Pengaruh Environment Risk, Corporate Strategy dan Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Indonesia, Disertasi Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- . 2010. Agency Problem, dan Keputusan Struktur Modal : Bagaimana Perusahaan Mengelola Hutang Dalam Rangka Meningkatkan Produktivitas, Nilai dan Kinerja, *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Vol.8(1).
- Chen, S., and Starnge, R. 2005. The Determinants of Capital Structure : Evidence

- from Chinese Listed Companies. *Economic Change and Restructuring*, Vol.38, pp : 11-35
- Chiarella, Carl, Pham, T. M., Sim, A. B., and Tan, M. M. L. 1992. Determinant of Corporate Capital Structure: Australian Evidence. *Pacific-Basin Capital Market Research*. III, 139-158.
- Crutchley, C., and R. Hansen. 1989. A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend. *Journal Financial Management*, 18 (4), pp : 63-88
- Darminto. 2007. Pengaruh Investasi Aktiva, Pendanaan dan Pengelolaan terhadap Kinerja Keuangan, *Jurnal Ilmu-Ilmu Sosial*, Vol.19(1), pp : 33-43.
- Demsetz, H., and Villalonga, B. 2001. Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, pp : 209-233
- Denis, David J., and Osobov, Igor. 2008. Why Firms Pay Dividend? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy, *Journal of Financial Economics*, Vol.89, pp : 62-82.
- Denis, D. J., and Denis, D. K. 1994. Majority Owner-Managers and organizational Efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 1 (1), pp : 91-122
- Efni, Yulia., Hadiwidjojo, D., Salim, U., dan Rahayu, M. 2011. Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen: Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Sektor Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 10(1) : h : 128-141.
- El-Bananny, Magdi. 2008. "A study of determinants of intellectual capital performance in bank: The UK case." *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 9, No.3, h. 487-498.
- El-Bananny, Magdi. 2012. "Global financial crisis and the intellectual capital performance of UAE banks." *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, Vol.16, No. 1, h. 20-36.
- El-Sady, Hamdy, H.I., Al-Mawazini, K., and Alshammari, T. 2012. Dividends Policies in an Emerging Market. *International Review of Business Research Papers*, 8(2).
- Elsas, R., and Florysiak, D. 2008. Empirical Capital Structure Research: New Ideas, Recent Evidence, and Methodological Issues. Discussion Paper at Munich School of Management, Munich.
- Ernayani, R. 2015. Pengaruh Kurs Dolar, Indeks Dow Jones dan Tingkat Suku Bunga SBI terhadap IHSG (Periode Januari 2005 – Januari 2015), *Jurnal Sains Terapan*, Vol.1, No.2, h.108-115.
- Ervinta, Terra Vira dan Zaroni. 2013. Analisa Pengaruh Faktor Fundamental dan EVA terhadap Harga Saham Indeks LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011, *Bina Ekonomi Majalah Ilmiah Fakultas Ekonomi Unpar*, Vol. 17 (1), pp: 67-87
- Fachrudin, Khaira Amalia. 2011. Analissi Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan dan Agency Cost terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol.13 (1), pp:37-46
- Fama, Eugene F., 1978, " The Effect of a Firm's Investment and Financing

- Decision on the Welfare of its Security Holders,” *American Economic Review*, vol 68, pp 272-283
- Fama, Eugene F & French, Kenneth R., 1998, “ Taxes, Financing Decision, and Firm Value” , *The Journal of Finance* Vol LIII No 3, June, pp 819-843.
- Fenandar, Ganny I., Raharja, S. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 1(2) : h:1-10.
- Franklin, Jhon S., and Muthusamy, K. 2011. Impact of Leverage on Firms Investment Decision. *International Journal of Scientific & Engineering Research*, 2(4): pp: 1-16.
- Gaver, J. J&K. M Gaver., 1993, “ Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set & Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies”, *Journal Accounting & Economics*, 16, pp 125-160.
- Gaver. J. C&Gaver K.M, 1995, “ Compensation Policy and The Investment Opportunity Set”, *Journal of the Financial Management association*, Vol 24 No 1.
- Govindarajan, V. 2002. Impact of Participation in The Budgetary Process on Managerial Attitudes and Performance: Universalistic and Contingency 77 78 Perspective. *Decision Sciences* 17: 496-516
- Gugler, K., and Yurtoglu, B. B. 2003. Corporate Governance and Dividend Payout Policy in Germany. *European Economic Review*, 4, 731-758
- Hasnawati, Sri. 2006. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. Disertasi. Program Pascasarjana Universitas Padjadjaran, Bandung.
- Hasnawati, Sri., dan Sawir, Agnes. 2015. Keputusan Keuangan, Ukuran Perusahaan, Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 17(1): h :65-75
- Hermuningsih, Sri. 2012. Pengaruh Profitabilitas, Size Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening, *Jurnal Siasat Bisnis*, 16 (2), h: 232-242.
- Hidayat, Riskin. 2010. Keputusan Investasi dan Financial Constraints: Studi Empiris pada Bursa Efek Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. 457-479.
- Holder, Mark E, Frederick W. Langrehr, and J.Lawrence Hexter. 1998. Dividend Policy Determinants: An Investigation of The Influences of Stakeholder Theory, *Journal of the Financial Management Association*, Autumn, 27(3), 19-40.
- Honarbaksh, S., Birjandi, H., and Birjandi M. 2013. The Effects of Dividend Policy on Market Value on Companies Listed In Tehran Stock Exchange. *International Review of Management and Business Research*, 1(1): pp: 65-75.
- Huang, Lan-Ying. 2002. FDI Scale and Firm Performance of Taiwanese Firms in China. Dissertation. H. Wayne Huizenga School of Business and Entrepreneurship. Nova Southeastern University.

- Indahwati, 2004. Analisis Pengaruh Leverage dan Kebijakan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan-Perusahaan Go Public di Pasar Modal Indonesia Selama Masa Krisis 1998-2001. Disertasi Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Indrajaya, G. 2011. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas, dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal : 78 Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2004 – 2007. Akurat Jurnal Ilmiah Akuntansi nomor 06 Tahun ke 2 September-Desember 2011.
- Indrawati, Titik dan Suhendro. 2006. “Determinasi Capital Structure pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode : 2000-2004”. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia, Vol.3(1), pp : 77-105
- Irawan, I Ferry dan Achmad, Tarmizi. 2014. Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Intellectual Capital Dengan Struktur Kepemilikan Sebagai Variabel Moderating. Diponegoro Journal Of Accounting, Vol 3(2), pp : 1-11.
- Isbanah, Yuyun. 2015. Pengaruh ESOP, Leverage, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan di Bursa Efek Indonesia, Journal of Research in Economics and Management, 15(1), h : 28-41
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Vol.3, pp : 305-360.
- Jo. Hoje; Pinkerton. J.M; and Sarin. A., 1994, “ Financing decisions and Investment Opportunity Set: Some Evidence from Japan”, Pasific-Basin Finance Journal 2, pp:227-242
- Juma'h, A. H., and Pacheco, C. J. O. 2008. The Financial Factors Influencing Cash Dividend Policy: A Sample of U.S Manufacturing Companies. Inter Metro Business Journal, 4(2).
- Kaaro, Hermeindito, 2002a, “ Financing Decision Relevancy: An Emperical Evidence of Balancing Theory”, Jurnal Ekonomi dan Bisnis (1) Fakultas Ekonomi Adma Jaya Februari.
- , 2002b, “ Investment decision and Dividend Policy As Determinant of Financing Decision: A New Empirical Evidence”, Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan ekonomi, Vol 2 No1 Februari, pp 41-55.
- Kallapur, S&M.A Trombley., 1999, “ The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth”, Journal of Business Finance & Accounting, 26, pp 505-519.
- , 2001, “The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement”, Managerial Finance 27, 3; ABI/INFORM Research; Volume 27 (3).
- Karunia, Aris., dan Nuryana, Ida. 2015. Analisis Pengaruh Kebijakan Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan dan Implikasinya Terhadap Nilai Perusahaan Pada Indonesia Most Trusted Companies. Jurnal Riset Mahasiswa Manajemen (JRMM), 3(1): h : 1-10.
- Khanqah, Vahid T., and Ahmadnia, L. 2013. The Relationship between Investment

- Decisions and Financing Decisions: Iran Evidence. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 3(3): pp : 144-150.
- Kumar, S., Anjum, B., and Nayyar, S. 2012. Financing Decisions : Studi of Pharmaceutical Companies of India. *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, 1(1): pp : 14-28.
- Kumar, N., and Singh, J. P. 2013. Effect of Board Size and Promoter Ownership on Firm Value: Some Empirical Findings from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 13(1), 88-98.
- Lehmann, E., and Weigand, J. 2000. Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany. *Review of Finance*, 32, pp : 2423-2432.
- Lestari, Indri F., Taufik, T., dan Yusraini.2012.Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Keputusan Investasi, dan Kepemilikan Insider terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Seluruh Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2008-2011).h: 1-15.
- Lin, Kun Lin. 2006. Study on Related Party Transaction with Mainland China in Taiwan Enterprises, Dissertation, Management Department, Guo Li Cheng Gong University, China.
- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes, *American Economics Review*, Vol. 46, pp : 97-113.
- Lowe, Julian, Tony Naughton and Peter Taylor. 1994. The Impact of Corporate Startegy on the Capital Structure of Australian Companie, *Managerial and Decision Economics (1986-1998)*, p:245.
- Mahmoudi, Abolfazl, Ali Reza Yazdani, Hamid Reza Ranjbar Jamal Abadi, Kambiz Babrebayan. 2013. The relationship between Capital Structure and Firm Performance. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 5 (8), pp:421-433.
- Mardiyati, Umi, Gatot Nazir Ahmad dan Muhammmad Abrar. 2015. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan pada Sektor Manufaktur Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI Periode 2010-2013, *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, Vol 6 (1).
- Mireku, Kwame, Samuel Mensah and Emmanuel Ogoe. 2014. The Relationship between Capital Structure Measures and Financial Performance: Evidence from Ghana. *International Journal of Business and Management*, Vol.9 (6), pp:151-160.
- Modigliani, F&Miller, M. H.,1958," The cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *The American Economic Review*, 13(3), pp 261-297.
- , 1963," Taxes and The Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 53 (3), pp 433-443.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G., and Rimbey, J. N.. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporation Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional

- Analysis. *The Financial Review*, 33, pp : 85-98
- Moradi, Nassim S., Aldin, Mahmood M., Heyrani, F., and Iranmhad, M. 2012. The Effect of Corporate Governance, Corporate Financing Decision and Ownership Structure on Firm Performance: A Panel Data Approach from Tehran Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 4(6) : pp: 86-93.
- Mulyadi, Dedi. 2011. Analisis Faktor-Faktor Manejerial Terhadap Pengelolaan Dana yang Berdampak Pada Kinerja Keuangan serta Implikasinya kepada Pengembangan Usaha Pada Industri Kecil Penggilingan Padi di Sentra Industri Padi Jawa Barat, Disertasi Universitas Pasundan.
- Nadhiroh, U. 2013. Studi Empiris Keputusan-Keputusan Dividen, Investasi, dan Pendanaan Eksternal pada Perusahaan-Perusahaan Indonesia yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Otonomi*, 13(1): h: 91-104.
- Naiker, Vic, Farshid Navissi, and VG Sridharan. 2008. The Agency Cost Effects of Unionization on Firm Value. *Journal of Management Accounting Research*, 20, 133-152.
- Nath, S. D., Islam, S., and Saha, A. K. 2015. Corporate Board Structure and Firm Performance : The Context of Pharmaceutical Industry in Bangladesh. *International Journal of Economics and Finance*, 7(7), 106-115.
- Nidar, S. Rahman. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Pertumbuhan Perusahaan, Volatilitas Pendapatan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen, Struktur Modal dan Kinerja Emiten Terbaik. Disertasi Program Pascasarjana Universitas Padjadjaran, Bandung.
- Nizar, A. 2008. Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data. *International Journal of Business*, 13(2): pp :177-195.
- Nurlela, Rika dan Islahuddin. 2008. Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Prosentase Kepemilikan Manajemen sebagai Variabel Moderating. *Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak, 23-24 Juli.
- Nurmayasari, A. 2012. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Leverage dan kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur di BEI tahun 2007-2010). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII.
- Odalo, Samuel K., Achoki, George., and Njuguna, Amos. 2016. Relating Company Size and Financial Performance in Agricultural Firms Listed in the Nairobi Securities Exchange in Kenya. *International Journal of Economics and Finance*, 8 (9) : pp : 34-40
- Owusu-Antwi, George, Mensah, L., Crabbe, Margret, and Antwi, James. 2015. Determinants of Bank Performance in Ghana, The Economic Value Added (EVA) Approach. *International Journal of Economics and Finance*, 7(1): pp: 204-215.
- Pamungkas, H Setyorini, dan Puspaningsih, Abriyani. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan. *JAAI*, 17(2): h : 156-165

- Park, Kwang Woo&Evans, John., 2004, "Firm Value, Free Cash Flow and Financing Decision: Eviden from Japan", Working Paper, University of Illinios Urbana-Champaign and Curtin University of Technology Australia.
- Patra, A. 2008. The Relationship among Financing Decisions, Investment Decisions, Cash Dividend and Earning for the Agregate Stock Market in Taiwan and China. Master's Thesis National Cheng Kung University.
- Petersen, M., and Rajan, R. 1994. The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *Journal of Finance*, Vol.47, pp:3-37.
- Paterson, Pamela P&Benesh. Gary A, 1983., "Reexamination of the Empirical Relationship between Investment and Financing Decisions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 18, No 4, pp 439.
- Pettit, R. 1972. Dividend Announcement, Security Performance and Capital Market Efficiency. *Journal of Finance*, pp : 993-1007.
- Prapaska, Johan R., dan Mutmainah, Siti. 2012. Analisis Pengaruh Tingkat Profitabilitas, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2009-2010, *Diponegoro Journal of Accounting*, 1(1): h : 1-12
- Prasetyorini, B. F. 2013. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Price Earning Ratio dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 1(1) : h : 183-196.
- Pratiwi, N. P. Y. Yudiatmaja, F, dan Suwendra, I. W. 2016. "Pengaruh Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal jurusan manajemen*.
- Priyanti, Oktavina Herdiani, dan Yuniawan, Ahyar. 2015. Analissi Implementasi Keadilan Kompensasi di PT. Jasa Raharja (Persero) Kantor Cabang Jawa Tengah. *Diponegoro Journal Of Management*, Vol.4(3), pp : 1-10.
- Rachmawati, A., & Triatmoko, H. 2007. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. Makssar: Simposium Nasional Akuntansi X.
- Rahmadhana, I., dan Yendrawati, R., 2012, Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Bisnisdan Ekonomi*, vol 3, no. 1 Juni, pp 25-36
- Rajan, R.G. and Zingales, L. 2003. The Great Reversals : The Politics of Financial Development in the 20 th Century. *Journal of Financial Economics*, Vol.69 (1), pp : 5-50.
- Rizqia, Dwita A., Aisjah, S., and Sumiati. 2013. Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(11) : pp: 120-130.
- Robinson, J. 2006. Corporate Finance in Developing Countries: An Analysis of Dividend Policy among Publicly Listed Firms in Jamaica, *Saving and Development*, 30(2).
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Pay Out Ratios, *Journal of Financial Research*, Vol.5, pp : 249-259

- Ruan, W., Tian, G., and Ma, S. 2011. Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China:s Civilian-run Firms, *Australian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol.5(3), pp : 73-92
- Salawu, Rafiu O., Asaolu, Taiwo O., and Yinusa, Dauda O. 2012. Financial Policy and Corporate Performance: An Empirical Analysis of Nigerian Listed Companies. *International Journal of Economics and Finance*, 4(4): pp: 175-181.
- Samuel, S.E., and Gbegi, D.O. 2010. Dividend Policy, Liquidity Constraints and Firm Investment in Nigeria: an Empirical Analysis. *Continental J. Social Sciences*, 3 : pp: 59-64.
- Saputro, Julianto Agung & Jogiyanto Hartono. 2002. Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya terhadap Realisasi Pertumbuhan, *Simposium Nasional Akuntansi 5*, Semarang.
- Sartini, Luh P. N., dan Purbawangsa, Ida B. A. 2014. Pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, serta Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis dan Kewirausahaan*, Vol.8 (2), pp : 81-90.
- Sasongko, Noer dan Wulandari, Nila. 2006. Pengaruh EVA dan Rasio-Rasio Profitabilitas Terhadap Harga Saham. *Empirika*, 19 (1), pp:64-80.
- Setyaningsih. 1996. Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Go-Public serta Pengaruhnya terhadap Tingkat Hasil Saham di Pasar Modal Indonesia, Thailand dan Jepang. Disertasi Program Pascasarjana Universitas Airlangga, Surabaya.
- Shubiri, Faris N., Taleb, G., and Zoued, N. 2012. The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Empirical Investigation. *Review of International Comparative Management*, 13(4): pp: 644-657.
- Simerly, Roy l., and Minfang Li. 2000. Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance : A Theoretical Integration and an Empirical Test, *Strategic Management Journal*, Chichester, 21(1), pp : 31.
- Sincar, Sumit, Joe l. Turnbow dan Bijoy Bordoloy. 2000. A Framework for Assesing The Relation Between Information Technology Investments and Firm Performance. *Journal of Management Information Systems*. 16, pp:67-97
- Smith, Jr.C.W&Watts., R L., 1992, “ The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies”, *The Journal of Financial Economics*, December, pp 263-292.
- Soejono, Fransiska. 2010. Pengaruh Kepemilikan, Keputusan Investasi, Pengalaman dan Kinerja Finansial. *Jurnal bisnis dan akuntansi*. 12 (1), pp:29-38
- Soliha, E., & Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 9 : h : 149-163.
- Song, H. S. 2005. Capital Structure Determinants : An Empirical Study of Swedish Companies. Presented at Conference “Innovation Entrepreneurship and Growth”, Stockholm, November 18-20
- Sudarman. 2010. Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividend dan Kinerja

- Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan LQ 45 di BEI). h:1-23.
- Sudarmadji, A. M. dan Lana Sularto, 2007. “ Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, dan Tipe Kepemilikan Perusahaan Terhadap Luas Voluntary Disclosure Laporan Keuangan Tahunan”, Jurnal PESAT (Psikologi, Ekonomi, Satra, Arsitek & Sipil), Vol 2, Universitas Gunadarma, Jakarta.
- Suharli, Michell. 2005. Studi Empiris Terhadap Dua Faktor Yang Mempengaruhi Return Saham Pada Industri Food & Beverages di Bursa Efek Jakarta, Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol 7, No.2, h.99-116
- Sugihen, Syafruddin Ginting. 2003. Pengaruh Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva dan Kinerja Keuangan serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka di Indonesia. Disertasi Program Pascasarjana Universitas airangga, Surabaya.
- Sukamulja, Sukmawati. 2004, “Good Corporate Governance di Sektor Keuangan: Dampak Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan”. Vol.8 (1), h.1-25.
- Sulong, Z., dan Nor, F.M. 2008. Dividends, Ownership Structure and Board Governance on Firm Value: Empirical Evidence from Malaysian Listed Firms. *Malaysian Accounting Review*, 7(2).
- Suwito, Edy., dan Herawaty, Arleen. 2005. Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Tindakan Perataan Laba yang Dilakukan oleh Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Simposium Nasional Akuntansi VIII. Solo.
- Tien Pao, Hsiao, Bohdan Oikas, and Tenpao Lee. 2003. The Determinants of Capital Structure Choice using Linier Models : High Technology Vs. Traditional Corporations. *Journal of Academy of Business and Economics*.
- Talebria, Ghodrattallah, Mahdi Salehi, Hashem Valipour, and Shahram Shafee. 2010. “Empirical Study of the Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: Some Evidence of Listed Companies in Tehran Stock Exchange”, *Journal of Sustainable Development*. Vol.3(2), pp.264-270.
- Titman, S., and Assem Safieddine. 1997. Debt and Corporate Performance : Evidence from Unsuccessful Takeover, Natioanl Bureau of Economic Research, Working Paper 6068
- Triwulan, Heni., dan Wahidahwati. 2012. Pengaruh Struktur Corporate Governance dan Keputusan Keuangan terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 1(12), h : 1-18.
- Uwigbe, Uwalomwa et al. 2012. Dividend Policy and Firm Performances : A Study of Listed Firm in Niger ia. *Ac c o u n t i n g a n d Management Information Systems*, 11(3): pp : 442-454.
- Vo, Duc Hong, and Nguyen, Van Thanh-Yen. 2014. Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies : Empirical Evidence from Vietnam’s Listed Firms, *International Journal of Economic and Finance*, Vol. 6 (5), pp : 274-284
- Wald, J. K. 1999. How Firm Characteristic Affect Capital Structure: An International Comparison. *Journal of Financial Research*, Vol.22(2), pp:161-187.
- Wongso, A. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Struktur Kepemilikan, dan

- Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan dalam Perspektif Teori Agensi dan Teori Signaling. h: 1-12.
- Wright, Peter & Ferris, Stephen P, 1997, "Agency Conflict & Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value", *Strategic Management Journal* Vol 18, 77-83.
- Wright, Peter, Mark Kroll, Ananda Mukhreji, Michael I. Pettus. 2009. "Do the Contingencies of External Monitoring Ownership Incentives, or Free Cash Flow Explain Opposing Firm Performance Expectations?", *Journal Management Governance*, 13, pp.215-243.
- Yolana, Chastina dan Martani, Dwi 2005, Variabel-Variabel Yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing Pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994-2001, *SNA 8 Solo*, h.538-553.
- Yuko, Kinoshita dan Campos, Nauro F. 2008. *Foreign Direct Investment and Structural Reforms: Evidence from Eastern Europe and Latin America*. William Davidson Institute Working Paper No. 906

Peraturan, Kebijakan, Sumber Lain

- ECFIN, 2011, Indonesian Capital Market Directory 2011, BEI
- ECFIN, 2012, Indonesian Capital Market Directory 2012, BEI
- ECFIN, 2013, Indonesian Capital Market Directory 2011, BEI
- ECFIN, 2014, Indonesian Capital Market Directory 2014, BEI
- ECFIN, 2015, Indonesian Capital Market Directory 2015, BEI
- Undang-Undang Nomor 3 tentang 1982 wajib Daftar Perusahaan
- Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas
- Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal
- www.idx.co.id
- www.finance.yahoo.com