

## **BAB II**

### **Kajian Pustaka, Kerangka Pemikiran dan Hipotesis**

#### **2.1 Kajian Pustaka**

##### **2.1.1 Kesempatan Investasi**

###### **2.1.1.1 Pengertian Investasi**

Investor menginvestasikan dana yang dimilikinya dengan harapan akan memperoleh *return* yang tinggi. Menurut Francis (1991:1) dalam Dini Prasetianti (2013):

*“An investment is a commitment of money that is expected to generate additional money”.*

Sedangkan menurut Eduardus Tandelilin (2001:3):

“Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa yang akan datang”.

Tujuan investasi menurut Irham Fahmi (2012:3) adalah sebagai berikut:

1. “terciptanya keberlanjutan (*continuity*) dalam investasi tersebut
2. Terciptanya profit yang maksimum atau keuntungan yang diharapkan (*profit actual*).
3. Terciptanya kemakmuran bagi pemegang saham
4. Turut memberikan andil bagi pembangunan bangsa”.

###### **2.1.1.2 Jenis-Jenis Investasi**

Menurut Jogiyanto (2007:8) jenis-jenis investasi adalah sebagai berikut:

1. Investasi Langsung
2. Investasi Tidak Langsung

Adapun penjelasan mengenai jenis-jenis investasi tersebut adalah sebagai berikut:

1. Investasi Langsung

Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjual-belikan di pasar uang, pasar modal atau pasar turunan. Investasi langsung juga dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang tidak dapat diperjual-belikan. Aktiva keuangan yang tidak dapat diperjual-belikan biasanya diperoleh melalui bank komersial. Investasi dilakukan dengan harapan akan mendapatkan keuntungan berupa dividen, *capital gain*, maupun bunga.

2. Investasi Tidak Langsung

Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik dan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolionya.

### **2.1.1.3 Pengertian Kesempatan Investasi**

Kesempatan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan. Nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh kesempatan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa kesempatan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kemamkmuran pemegang saham hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan.

Myers (1977) dalam Hasnawati (2005) menyatakan bahwa:

“kesempatan investasi merupakan kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan NPV positif.”

Gaver dan Gaver (1993) dalam Hasnawati (2005) menyatakan bahwa kesempatan investasi merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang dalam hal ini pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar.

Hidayat (2010: 464) menyatakan bahwa:

“Jika terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan, maka manajer berusaha mengambil peluang-peluang tersebut untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Karena semakin besar kesempatan investasi yang menguntungkan, maka investasi yang dilakukan akan semakin besar.”

Dari keterangan diatas dapat disimpulkan bahwa kesempatan investasi adalah faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan yang menjalankan penempatan investasi yang tepat dengan harapan menghasilkan return atau keuntungan yang lebih besar di masa yang akan datang dari investasi awal.

#### **2.1.1.4 Metode Pengukuran Kesempatan Investasi**

“*Investment Opportunity Set* (IOS) adalah set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aktiva dan ekuitas” (Tjandra,2005).

Menurut Myers (1977) dalam Saputro (2003):

“*Investment Opportunity Set* merupakan kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *Net Present Value* (NPV) positif”

Menurut Smith dan Watts (1992) dalam Hartono (2000);... potensi pertumbuhan terlihat pada kesempatan investasi yang diproksikan dengan berbagai kombinasi nilai set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*). Myers(1977) dalam Hartono (2000) memperkenalkan *investment opportunity set* (IOS) pada studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi. IOS memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan dimasa yang akan datang. Prospek perusahaan dapat ditaksir dari *investment opportunity set* ( IOS), yang didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi dimasa akan datang dengan *net present value* positif. (Myers, 1977 dalam Susanti ,2010)

Myers (1977) dalam Kallapur dan Trombley (1999) menyatakan;... istilah IOS mengacu pada sejauh mana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran yang leluasa di masa mendatang oleh perusahaan.

Menurut Kallapur dan Trombley (1999) dalam Wijaya Wibawa (2010):

“IOS tidak dapat diobservasi secara langsung (laten), sehingga dalam perhitungannya menggunakan proksi”.

Kallapur dan Trombley, (1999) menyatakan proksi-proksi IOS dapat digolongkan menjadi 3 jenis:

#### 1. Proksi IOS berdasar harga (*price based proxies*)

IOS berdasar harga (*price-based proxies*), merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga saham. Proksi yang didasari pada suatu ide yang menyatakan bahwa

prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi yang didasari pada suatu ide yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki. IOS yang didasari pada harga akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Rasio yang merupakan proksi harga adalah *market to book value of equity*, *market to book value of assets*, Tobin's Q, *price to earning ratio*, *ratio of property, plant and equipment to firm value*, *ratio of depreciation to firm value* dan *market value of equity plus book value of debt*.

## 2. Proksi IOS Berdasarkan Investasi (*Investment Based Proxies*)

Proksi IOS berbasis pada investasi (*investment-based proxies*), merupakan proksi yang percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Rasio yang berkaitan dengan proksi investasi adalah *ratio capital expenditure to book value of asset*, *ratio capital expenditure to market value of asset*, *investment to net sales ratio*, *the ratio of R&D expense to sales*, *the ratio of R&D expense to total asset*, *ratio of capita additions to firm value*, *investment intensity*, *ratio capital addition to asset book value*, *investment to earning ratio*, *log of firm value*, *ratio of R&D expense to firm value* dan *ratio R&D investment*.

## 3. Proksi IOS Berdasarkan Varian (*Variance Measures*)

Proksi IOS berbasis pada varian (*variance measurement*) merupakan proksi yang mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika

menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aset. Ukuran berbasis varian yang telah digunakan dalam beberapa penelitian diantaranya *Variance of return* (Gaver dan Gaver, 1993; Smith dan Watts, 1992; Kallapur dan Trombley, 1999; Jones dan Sharma, 2001), *Asset betas* (Skinner, 1993; dan Kallapur dan Trombley, 1999) dan *the variance of asset deflated sales* (Ho, Lam dan Sami, 1999).

Meskipun terdapat 3 klarifikasi proksi IOS, namun penelitian ini hanya akan menggunakan satu proksi IOS saja yaitu *market to book value of assets* yang masuk dalam kategori proksi berdasarkan harga. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999), variabel tersebut merupakan proksi yang paling valid digunakan, selain itu variabel tersebut merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan di Amerika Serikat (Gaver dan Gaver, 1993) M. Hanafi, 2003). Bahkan Kallapur dan Trombley (1999) dalam menemukan bahwa proksi ini lebih baik dan dapat mengurangi tingkat kesalahan yang ada.

Hasnawati (2005) menyatakan;... *investment opportunity* dapat diukur melalui *market to book value of assets*. Rasio *market to book value of assets* adalah rasio nilai buku terhadap total aset. Rasio nilai pasar terhadap nilai buku menggambarkan biaya pendirian historis dan aktiva fisik perusahaan. Suatu perusahaan yang berjalan baik dengan staf manajemen yang kuat dan sebuah organisasi yang berfungsi secara efisien akan mempunyai nilai pasar yang lebih

besar atau sekurang-kurangnya sama dengan nilai buku aktiva fisiknya (Brigham dan Houston, 2010).

#### **2.1.1.5 Market Value To Book Value Assets**

Rasio *market value to book of asset* merupakan proksi IOS berdasarkan harga. Proksi ini digunakan untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya asset yang digunakan dalam menjalankan usahanya. Bagi para investor, proksi ini menjadi bahan pertimbangan dalam penilaian kondisi perusahaan.

Menurut Iswahyuni dan Suryanto (2002):

“*Market to book value of asset ratio* adalah rasio nilai pasiva dan saham istimewa dalam pembukuan ditambah nilai pasar saham biasa terhadap nilai asset total pembukuan”.

Rasio *market to book value of assets* ini berbanding dengan nilai IOS, semakin besar *market value to book value of assets* suatu perusahaan, maka semakin bagus pula kesempatan investasinya (Tito Gustiandika, 2014).

Semakin tinggi *market value to book value of assets* semakin besar asset yang digunakan perusahaan dalam usahanya, maka semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut untuk bertumbuh, sehingga harga sahamnya akan meningkat, dan pada akhirnya *return* saham yang diperoleh pemegang saham akan semakin meningkat (Anthi Dwi Putriani Anugrah, 2010)

Proksi dari kesempatan investasi adalah rasio *Market to Book Value of Asset Ratio* (MVA/BVA). Mencerminkan pasar menilai *return* investasi di masa depan akan lebih besar dari *retrun* yang diharapkan dari ekuitasnya. Perusahaan yang memiliki rasio *Market to Book Value Asset Ratio* yang tinggi mengindikasikan bahwa

siklus tumbuh perusahaan pada masa yang akan datang bagus, sehingga akan memiliki kesempatan investasi yang tinggi, dengan demikian perusahaan akan mudah untuk melakukan investasi karena investor akan tertarik untuk membeli saham perusahaan. Rasio ini mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan akan lebih besar dari return yang diharapkan dari ekuitasnya (Smith dan Watts, 1992; Hartono, 1999 dalam Tarjo dan Jogiyanto, 2003).

$$MVA = \frac{(\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas}) + (\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Closing Price})}{\text{Total Aset}}$$

(Kallapur dan Trombley, 1999 dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006).

#### 2.1.1.6 Aktiva/Asset

##### a. Definisi Aktiva/Asset

Aktiva yang dimiliki oleh sebuah perusahaan merupakan sumber daya ekonomi, dimana dari sumber tersebut diharapkan mampu memberikan kontribusi, baik secara langsung maupun tidak langsung kepada arus kas perusahaan dimasa yang akan datang.

Menurut Mamduh M. Hanafi(2003:51):

1. “*Assets* adalah manfaat ekonomis yang akan diterima pada masa mendatang atau akan dikuasai oleh perusahaan sebagai hasil dari transaksi atau kejadian.
2. *Assets* merupakan sumber ekonomi yang akan dipakai perusahaan untuk menjalankan kegiatannya.
3. Atribut pokok suatu aktiva adalah kemampuan memberikan jasa atau manfaat pada perusahaan yang memakai aktiva tersebut”

Menurut Weygan (2007, 11), asset adalah: ...sumber penghasilan atas usahanya sendiri, dimana karakteristik umum yang dimilikinya yaitu memberikan manfaat dimasa yang akan datang.

Menurut Zaki Baridwan (2004, 271), asset adalah: ...benda baik yang memiliki wujud maupun yang semu dan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan yang diharapkan diperoleh manfaat ekonomisnya.

Menurut Mamduh Hanafi (2004, 24), asset adalah: ...sumber daya alam yang dikuasai oleh perusahaan sebagai akibat dari peristiwa masa lalu dan darinya manfaat ekonomi di masa depan diharapkan akan diraih oleh perusahaan.

Alokasi dana bank berdasarkan sifat aktiva atau aset adalah pengalokasian dana bank kedalam bentuk-bentuk aktiva, baik aktiva yang dapat memberikan hasil (*income*) maupun aktiva yang tidak meberikan hasil. Dengan kata lain, terdapat perbedaan antara aktiva yang memberikan hasil (aktiva produktif atau *earning aset*) dan aktiva yang tidak memberikan hasil (aktiva tidak produktif atau *nonearning aset*). (Lukman Dendawijaya, 2009, 61)

Dari keterangan diatas dapat disimpulkan bahwa aktiva/asset adalah sumber daya ekonomi yang dimiliki perusahaan yang dapat memberikan manfaat bagi perusahaan untuk menjalankan kegiatan perusahaan.

## **b. Klasifikasi Aktiva/Asset**

Aktiva dapat diklasifikasikan menjadi aktiva yang memiliki wujud atau bentuk fisik dan aktiva tidak berwujud atau tidak memiliki bentuk fisik. Menurut Arthur J. Keown(2003:82):

1. Aktiva lancar (*Current Assets*), terdiri dari kas, surat berharga yang mudah dijual, piutang dagang, persediaan, serta beban diterima dimuka.
2. Aktiva tetap atau jangka panjang (*Fixed Assets/Long term Assets*), terdiri atas peralatan, bangunan dan lain-lain.
3. Aktiva lain-lain (*Other Assets*), aktiva yang tidak termasuk dalam kelompok aktiva lancar maupun aktiva tetap perusahaan. Seperti hak paten, investasi jangka panjang dalam surat-surat berharga dan *good will*.

### **2.1.2 Leverage**

#### **2.1.2.1 Pengertian Leverage**

Pengertian *leverage* menurut Agus Sartono (2008:257) adalah penggunaan *assets* dan sumber dana (*source of funds*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham.

Menurut Kasmir (2010:112):

“Rasio *leverage* atau rasio solvabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang, artinya berapa besar beban utang yang ditanggung perusahaan dibandingkan dengan aktivanya.”

Menurut Brigham dan Houston (2010:140) rasio leverage adalah sebagai berikut:

“rasio yang mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan pendanaan melalui utang (*financial leverage*).”

Menurut Sutrisno (2009):

“Rasio *leverage* menunjukkan seberapa besar kebutuhan dana perusahaan dibelanjai dengan hutang. Apabila perusahaan tidak mempunyai *leverage* atau *leverage factor*-nya = 0 artinya perusahaan dalam beroperasi sepenuhnya menggunakan modal sendiri atau tanpa menggunakan hutang. Semakin rendah *leverage factor*, perusahaan mempunyai risiko kecil bila kondisi ekonomi merosot.”

Sedangkan Sutrisno (2009) juga menjelaskan bahwa:

Penggunaan dana hutang bagi perusahaan tersebut mempunyai tiga dimensi (1) pemberi kredit akan menitik beratkan pada besarnya jaminan atas kredit yang diberikan, (2) dengan menggunakan dana hutang, maka apabila perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari beban tetapnya maka pemilik perusahaan keuntungannya akan meningkat, dan (3) dengan penggunaan hutang, pemilik mendapatkan dana tanpa kehilangan pengendalian pada perusahaannya. Semakin besar tingkat leverage perusahaan, akan semakin besar jumlah hutang yang digunakan, dan semakin besar risiko bisnis yang dihadapi terutama apabila kondisi perekonomian memburuk.

Menurut Darsono dan Ashari (2005) pengertian *leverage* adalah :

“*Leverage* merupakan rasio untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjang jika perusahaan tersebut dilikuidasi dan menilai batasan perusahaan dalam meminjam uang”.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa rasio *leverage* (rasio hutang), yaitu mengukur perbandingan dana yang disediakan oleh pemiliknya dengan dana yang dipinjam dari kreditur perusahaan tersebut. Rasio ini menggambarkan

perbandingan hutang dan ekuitas dalam pendanaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan tersebut untuk memenuhi seluruh kewajibannya.

### **2.1.2.2 Teori-Teori Struktur Modal**

Menurut I Made Sudana (2011:144) terdapat beberapa pendekatan dalam teori struktur modal yaitu:

#### **1. Pendekatan Laba Bersih (NI)**

Pendekatan laba bersih, pendekatan laba operasi bersih, dan pendekatan tradisional pada mulanya dikembangkan oleh David Durand pada tahun 1952. Pendekatan laba bersih (NI) mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi ( $ke$ ) yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah utangnya dengan tingkat biaya utang ( $kd$ ) yang konstan pula. Karena  $ke$  dan  $kd$  konstan maka semakin besar jumlah utang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata tertimbang ( $ko$ ) akan semakin kecil.

#### **2. Pendekatan Laba Operasi Bersih (NOI)**

Pendekatan laba operasi bersih (NOI) dengan mengasumsikan bahwa investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan utang oleh perusahaan. 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 diisyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat

sebagai akibat meningkatnya resiko perusahaan. Konsekuensinya biaya modal rata-rata tertimbang tidak mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting.

### **3. Pendekatan Tradisional**

Pendekatan tradisional yang banyak dianut oleh para praktisi dan akademis. Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga satu *leverage* tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan. 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 daripada penurunan biaya karena 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.

#### ***a. Trade-off Theory***

Menurut *trade-off theory* yang diungkapkan dalam Myers (2008:24), “Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)”. Biaya kesulitan keuangan (*Financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) atau *reorganization*, dan

biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. *Trade-off theory* dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagaiimbangan dan manfaat penggunaan hutang. Tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shields*) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*costs of financial distress*). *Trade-off theory* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak. Dalam kenyataannya jarang manajer keuangan yang berpikir demikian.

Menurut Mamduh M Hanafi (2008:313) Terdapat teori lainnya dalam struktur modal yakni *Packing Order Theory* dan *Siganling* .

### **1. *Pecking Order Theory***

Menurut Myers (2008:25), *pecking order theory* menyatakan bahwa ”Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah”. Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan

*preferensi* (hierarki) dalam penggunaan dana. Menurut *pecking order theory*, terdapat skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, yaitu :

- a. Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
- b. Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa.
- c. Terdapat kebijakan dividen yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran dividen yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi.
- d. Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan dividen yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia. *Pecking order theory* tidak mengindikasikan target struktur modal. *Pecking order theory* menjelaskan urutan-urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi.

## 2. *Signaling*

Ross (1977) mengembangkan model ini dimana struktur modal merupakan signal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Jika manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin agar harga saham meningkat, ia ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Salah satu cara yang paling sederhana adalah dengan mengatakan secara langsung “perusahaan kami mempunyai prospek yang baik” . Tentu saja investor tidak akan percaya begitu saja. Disamping itu, manajer ingin memberikan signal lebih dipercaya (*credible*). Manajer bisa menggunakan utang lebih banyak, sebagai signal yang lebih *credinle*.

Jika utang meningkat, maka kemungkinan bangkrut akan semakin meningkat. Jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka manajer akan “terhukum” , misal reputasi dia akan hancur dan tidak bias dipercaya menjadi manajer lagi. Karena itu, perusahaan meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan dimasa mendatang. Karena cukup yakin, maka manajer perusahaan tersebut berani menggunakan utang yang lebih besar. Investor diharapkan akan menangkap signal tersebut, signal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Demikian utang merupakan signal positif.

### 2.1.2.3 **Metode Pengukuran *Leverage***

Menurut Agus Sartono (2010 :121-122) terdapat jenis-jenis rasio leverage sebagai berikut:

#### 1. *Debt Assets Ratio*

Menurut Darsono dan Ashari (2005:77) Debt assets ratio merupakan rasio total kewajiban terhadap aset. Rasio ini menekankan pentingnya pendanaan hutang dengan jalan menunjukkan persentase aktiva perusahaan yang didukung oleh hutang. Rasio ini dirumuskan Agus Sartono (2010:121) sebagai berikut:

$$\text{Debt Assets Ratio} = \frac{\text{total liability}}{\text{total asset}} \times 100\%$$

## 2. Debt Equity Ratio

Menurut Darsono dan Ashari (2005:77) Debt Equity Ratio adalah rasio yang menunjukkan persentase penyediaan dana oleh pemegang saham terhadap pemberi pinjaman. Semakin tinggi rasio, semakin rendah pendanaan perusahaan yang disediakan oleh pemegang saham. Rasio ini dapat dirumuskan Agus Sartono (2010:121) sebagai berikut:

$$\text{Debt Equity Ratio} = \frac{\text{total liability}}{\text{total modal sendiri}} \times 100\%$$

## 3. Times Interest Earned

Menurut Agus Sartono (2010:121) Times Interest Earned adalah rasio antara laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan beban bunga. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan memenuhi beban tetapnya berupa bunga, atau mengukur seberapa jauh laba dapat berkurang tanpa perusahaan mengalami kesulitan keuangan karena tidak mampu membayar hutang. Rasio ini dapat dirumuskan sebagai berikut;

$$Times\ Interest\ Earned = \frac{\text{Laba sebelum bunga dan pajak}}{\text{beban bunga}}$$

#### 4. *Fixed Charge Coverage*

Menurut Agus Sartono (2010:122) *fixed charge coverage*, mengukur berapa besar kemampuan perusahaan untuk menutup beban tetapnya termasuk pembayaran dividen saham preferen, bunga, angsuran pinjaman dan sewa. Rasio ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Fixed\ Charge\ Coverage = \frac{EBIT+Bunga+Pembayaran\ sewa}{Bunga+Pembayaran\ sewa}$$

#### 5. *Debt Service Coverage*

Menurut Agus Sartono (2010:122) *debt service coverage*, mengukur kemampuan perusahaan memenuhi beban tetapnya termasuk angsuran pokok pinjaman. Jadi sama dengan *leverage* yang lain, hanya dengan memasukkan angsuran pokok pinjaman. Rasio ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Debt\ Service\ Coverage = \frac{\text{Laba sebelum bunga dan pajak}}{\text{Bunga+sewa} + \frac{\text{angsuran pokok pinjaman}}{(1-\text{tarif pajak})}}$$

#### 2.1.2.4 *Debt Equity Ratio*

Menurut Ciaran Walsh (2003:118) dalam Fanny Rosa Fandini (2013) Rasio “hutang terhadap ekuitas” merupakan salah satu ukuran paling mendasar dalam keuangan perusahaan. Tujuan dari rasio ini ini adalah untuk mengukur

bauran dana dalam neraca dan membuat perbandingan antara dana yang diberikan oleh pemilik (ekuitas) dan dana yang dipinjam (hutang).

Menurut Lukman Dendawijaya (2009, 121) *debt to equity ratio* (DER) adalah: ...rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan bank dalam menutup sebagian atau seluruh utang-utangnya, baik jangka panjang maupun jangka pendek, dengan dana yang berasal dari modal bank sendiri.

Menurut Joel G. Siegel dan Jae K. Shim dalam Irham Fahmi (2011:128) *debt to equity ratio* adalah sebagai berikut :

“ *Debt to equity ratio* adalah ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditor”.

Sedangkan Menurut Gibson (2011, 63) dalam Ade Melly (2012), *Debt To Equity Ratio* (DER) adalah: ...kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang.

Menurut Darsono dan Ashari (2005:77) *Debt Equity Ratio* adalah rasio yang menunjukkan persentase penyediaan dana oleh pemegang saham terhadap pemberi pinjaman. Semakin tinggi rasio, semakin rendah pendanaan perusahaan yang disediakan oleh pemegang saham. Rasio ini dapat dirumuskan Agus Sartono (2010:121) sebagai berikut:

$$D E R = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total equity}} \times 100\%$$

#### 2.1.2.4.1 Hutang

Menurut Mamduh Hanafi (2004, 29) hutang adalah:

“pengorbanan ekonomis yang mungkin timbul di masa mendatang dari kewajiban organisasi sekarang untuk mentransfer asset atau memberikan jasa ke pihak lain di masa mendatang, sebagai akibat transaksi atau kejadian di masa lalu”.

Menurut Munawir (2004, 18) dalam Neni Nuraeni (2007), Hutang adalah:

“Semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, dimana hutang ini merupakan sumber dana atau modal yang berasal dari kreditor”.

Penggolongan hutang ada yang membaginya kedalam dua golongan yaitu hutang jangka pendek (kurang dari satu tahun) dan hutang jangka panjang (lebih dari satu tahun) tetapi banyak asumsi yang membagi hutang kedalam tiga golongan yaitu:

1. Hutang jangka pendek.

Menurut Bambang Riyanto (2001, 227), dalam Neni Nuraeni (2007), hutang jangka pendek adalah modal asing yang jangka waktunya paling lama satu tahun.

Menurut S. Munawir (2004, 18), dalam Neni Nuraeni (2007), hutang jangka pendek adalah:

“kewajiban keuangan perusahaan yang pelunasannya atau pembayarannya akan dilakukan dalam jangka pendek (satu tahun sejak tanggal neraca) dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki perusahaan”.

Contoh hutang jangka pendek: hutang usaha/dagang, hutang wesel, hutang beban yang masih harus di bayar, hutang hadiah, hutang garansi dan lain-lain.

## 2. Hutang Jangka Menengah

Menurut Bambang Riyanto (2001, 232), dalam Neni Nuraeni (2007), hutang jangka menengah adalah hutang yang jangka waktu atau umumnya lebih dari satu tahun dan kurang dari 10 tahun. Contoh hutang jangka menengah: hutang kredit usaha dan leasing.

## 3. Hutang Jangka Panjang

Menurut Agus Sartono (2001, 324), dalam Neni Nuraeni (2007) hutang jangka panjang adalah suatu bentuk perjanjian antara peminjam dengan kreditur dimana kreditur bersedia memberikan pinjaman sejumlah tertentu dan peminjam bersedia untuk membayar secara periodik yang mencakup bunga dan pokok pinjaman.

Menurut S. Munawir (2004, 19) dalam Neni Nuraeni (2007), hutang jangka panjang adalah kewajiban keuangan yang jangka waktu pembayarannya (jatuh temponya) masih jangka panjang (lebih dari satu tahun sesuai dengan neraca).

Contoh hutang jangka panjang: hutang hipotik, hutang obligasi, hutang bank dan lain-lain.

### **2.1.2.4.2 Modal Sendiri**

Bank merupakan jantung dan urat nadinya perdagangan dan pembangunan ekonomi suatu negara. Bank baru dapat melakukan operasionalnya

jika dananya telah ada. Semakin banyak dana yang telah dimiliki oleh suatu bank, semakin besar peluangnya untuk melakukan kegiatan-kegiatannya dalam mencapai tujuan.

Menurut Teguh Pudjo Mulyono (2005, 56) dalam Ade Desfirianto (2009), modal adalah: ...jumlah dana yang ditanamkan dalam suatu perusahaan oleh para pemiliknya untuk pembentukan suatu badan usaha dan dalam perkembangannya modal tersebut dapat menyusut karena kerugian ataupun berkembang karena keuntungan yang diperoleh.

Menurut Ade Desfirianto (2009), modal bank merupakan: ...dana yang diinvestasikan oleh pemilik pada waktu pendirian bank yang dimaksudkan untuk membiayai kegiatan usaha bank.

Menurut Ade Desfirianto (2009), penggunaan modal bank dimaksudkan untuk: ... memenuhi segala kebutuhan guna menunjang kegiatan operasi bank. Jumlah modal dianggap tidak mencukupi apabila tidak memenuhi maksud-maksud tertentu. Modal merupakan faktor terpenting dalam upaya mengembangkan usaha bank.

Menurut Martono dan Agus Harjito (2005, 201), modal sendiri adalah: ...modal yang berasal dari pihak perusahaan baik dari pemilik perusahaan (pemegang saham) maupun laba yang tidak dibagi (laba ditahan).

Dana sendiri (Dana interen) yaitu dana yang bersumber dari dalam bank, seperti setoran modal/penjualan saham, pemupukan cadangan, laba yang ditahan, dan lain-lain. Dana ini sifatnya tetap. (H. Malayu SP Hasibuan, 2008, 61).

Dana dari bank sendiri yaitu dana yang berasal dari pemilik bank atau para pemegang saham, baik para pemegang saham pendiri (yang pertama kalinya ikut mendirikan bank tersebut) maupun pihak pemegang saham yang ikut dalam usaha bank tersebut pada waktu kemudian, termasuk para pemegang saham publik (misalnya bank tersebut sudah *go public* atau merupakan suatu badan usaha terbuka). (Lukman Dendawijaya, 2009, 47).

Menurut Lukman Dendawijaya (2009, 47) dana modal sendiri terdiri atas beberapa bagian (pos), yaitu sebagai berikut: modal disetor, agio saham, cadangan-cadangan dan laba ditahan.

Modal disetor adalah uang yang disetor secara efektif oleh pemegang saham pada saat bank didirikan. Pada umumnya, sebagai dari setoran pertama modal pemilik bank (pemegang saham) dipergunakan bank untuk penyediaan sarana perkantoran seperti tanah atau gedung, peralatan kantor, dan promosi untuk menarik minat masyarakat. (Lukman Dendawijaya, 2009, 47)

Agio saham adalah nilai selisih jumlah uang yang dibayarkan oleh pemegang saham baru dibandingkan dengan nilai nominal saham. (Lukman Dendawijaya, 2009, 47).

Laba ditahan adalah laba milik para pemegang saham yang diputuskan oleh mereka sendiri melalui rapat umum pemegang saham untuk dibagikan sebagai dividen, tetapi dimasukkan kembali dalam modal kerja untuk operasional bank. (Lukman Dendawijaya, 2009, 47).

### 2.1.3. Kebijakan Dividen

#### 2.1.3.1 Pengertian Dividen

Menurut (Sutrisno, 2001) dalam Gany Ibrahim Fenandar (2012):

“Dividen merupakan pembayaran dari perusahaan kepada para pemegang saham atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan”.

#### 2.1.3.2 Jenis-Jenis Dividen

Menurut Brigham dan Houston (2010;95) jenis-jenis dividen adalah sebagai berikut:

a. *Cash Dividend* (Dividen Tunai)

*Cash dividend* adalah dividen yang dibayarkan dalam bentuk uang tunai. Pada umumnya *cash dividend* lebih disukai oleh para pemegang saham dan lebih sering dipakai perseroan jika dibandingkan dengan jenis dividen yang lain.

b. *Stock Dividend* (Dividen Saham)

*Stock Dividend* adalah dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham, bukan dalam bentuk uang tunai. Pembayaran *stock dividend* juga harus disarankan adanya laba atau surplus yang tersedia, dengan adanya pembayaran dividen saham ini maka jumlah saham yang beredar meningkat, namun pembayaran dividen saham ini tidak akan merubah posisi likuiditas perusahaan karena yang dibayarkan oleh perusahaan bukan merupakan bagian dari arus kas perusahaan.

c. *Property Dividend* (Dividen Barang)

*Property dividend* adalah dividen yang dibayarkan dalam bentuk barang (aktiva selain kas). *Property Dividend* yang dibagikan ini haruslah merupakan barang yang dapat dibagi-bagi serta penyerahannya kepada pemegang saham tidak akan mengganggu kontinuitas perusahaan.

d. *Scrip Dividend*

*Scrip Dividend* adalah dividen yang dibayarkan dalam bentuk surat (*scrip*) janji hutang. Perseroan akan membayar jumlah dan pada waktu tertentu, sesuai dengan yang tercantum dalam *scrip* tersebut. Pembayaran dalam bentuk ini akan menyebabkan perseroan mempunyai hutang jangka pendek kepada pemegang *scrip*.

e. *Liquidating Dividend*

*Liquidating Dividend* adalah dividen yang dibagikan berdasarkan pengurangan modal perusahaan, bukan berdasarkan keuntungan yang diperoleh perusahaan.

### 2.1.3.3 Pengertian Kebijakan Dividen

Menurut (Sutrisno,2001) dalam Erni Masdupi (2012)

“Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya pembayaran dividen dan besarnya laba ditahan untuk kepentingan perusahaan”.

Menurut Brigham dan Houston (2006:66) kebijakan dividen adalah :

“Keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan”.

Sedangkan menurut Gitman (2009) kebijakan dividen adalah sebagai berikut :

“Kebijakan dividen adalah rencana tindakan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen”.

Menurut Lukas Setia Atmaja (2008:285) kebijakan dividen adalah sebagai berikut:

“kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan manajemen dalam memilih alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak yaitu dibagikan kepada pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen dan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan”.

#### **2.1.3.4 Teori-teori Kebijakan Dividen**

Beberapa teori kebijakan dividen yang dikemukakan oleh Agus Sartono (2010:282-285) antara lain :

##### **a. Dividend Irrelevance Theory (Dividen Tidak Relevan)**

Beberapa kalangan berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan maupun terhadap biaya modalnya. Jika kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, maka hal tersebut tidak relevan.

Pendukung dari tidak relevannya kebijakan dividen adalah Modigliani-Miller (MM). Mereka berpendapat bahwa bagaimanapun kebijakan dividen itu memang tidak mempengaruhi harga saham maupun kemakmuran pemegang saham. Lebih lanjut MM berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dan *asset* perusahaan tersebut. Dengan demikian nilai perusahaan ditentukan oleh

keputusan investasi. Sementara itu keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

MM menyatakan bahwa dividen tidak relevan berdasarkan asumsi-asumsi di bawah ini:

1. Pasar modal sempurna, di mana para investor mempunyai kesamaan informasi, tidak ada biaya transaksi dan tidak ada pajak.
2. Para investor bersifat rasional.
3. Semua peserta pasar bersifat *price-taker*.
4. Adanya unsur ketidakpastian bagi arus pendapatan masa datang dan para investor mempunyai informasi yang sama.
5. Manajer dalam pengambilan keputusannya mengenai produksi dan investasinya disesuaikan dengan informasi tersebut.
6. Untuk memisahkan pengaruh dividen dan pengaruh *leverage*, maka semua perusahaan dianggap memiliki rasio D/S sama.
7. Perusahaan-perusahaan semestinya memiliki kelas risiko yang sama.
8. Perusahaan dengan produksi yang sekarang memiliki *yield* yang sama.

#### **b. Teori Bird in The Hand**

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon (1959) dan John Lintner (1956) yang berpendapat bahwa ekuitas atau nilai perusahaan akan turun apabila rasio pembayaran dividen dinaikkan, karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*)

yang dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan seandainya para investor menerima dividen. Gordon dan Lintner berpendapat bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen daripada pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal.

MM dalam hal ini tidak setuju bahwa ekuitas atau nilai perusahaan tidak tergantung pada kebijakan dividen, yang menyiratkan bahwa investor tidak peduli antara dividen dengan keuntungan modal. MM menamakan pendapat Gordon-Lintner sebagai kekeliruan *bird-in-the-hand*, yakni: mendasarkan pada pemikiran bahwa investor memandang satu burung di tangan lebih berharga dibandingkan seribu burung di udara. Dengan demikian, perusahaan yang mempunyai *dividend payout ratio* yang tinggi akan mempunyai nilai perusahaan yang tinggi pula.

Namun menurut pandangan MM, kebanyakan investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka dalam saham dari perusahaan bersangkutan atau perusahaan sejenis, dan dalam banyak kasus, tingkat risiko dari arus kas perusahaan bagi investor dalam jangka panjang hanya ditentukan oleh tingkat risiko arus kas operasinya, bukan oleh kebijakan pembagian dividen.

### c. Teori Preferensi Pajak

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor mungkin lebih menyukai pembagian dividen yang rendah dari pada yang tinggi, yaitu:

1. Keuntungan modal dikenakan tarif pajak lebih rendah dari pada pendapatan dividen. Untuk itu investor yang kaya (yang memiliki sebagian besar saham) mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi.
2. Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual, sehingga ada efek nilai waktu.
3. Jika selembaar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang.

Karena adanya keuntungan-keuntungan pajak ini, para investor mungkin lebih suka perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. Jika demikian para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang pembagian dividennya rendah daripada untuk perusahaan sejenis yang pembagian dividennya tinggi.

#### **2.1.3.5 Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen**

Faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham menurut Wetson dan Copeland (1996:98) dalam Ni Putu Ayu Cyntia Permana (2012) adalah sebagai berikut:

1. “Undang-Undang
2. Posisi Likuiditas
3. Kebutuhan untuk melunasi hutang
4. Larangan dalam perjanjian hutang

5. Tingkat ekspansi aktiva
6. Tingkat laba
7. Stabilitas laba
8. Peluang ke pasar modal
9. Kendali perusahaan
10. Posisi pemegang saham sebagai pembayar pajak
11. Pajak atau laba yang diakumulasikan secara salah

### 2.1.3.6 Metode Pengukuran Kebijakan Dividen

#### a. *Dividend payout ratio (DPR)*

Menurut Robert Ang (1997) dalam Nia hardiyanti (2010) menyatakan bahwa *dividen payout ratio* merupakan perbandingan antara *dividen per share* dengan *earning per share*, jadi secara perspektif yang dilihat adalah pertumbuhan *dividen per share* terhadap pertumbuhan *earning share*. *Dividen* merupakan salah satu tujuan investor melakukan investasi saham, sehingga apabila besarnya *dividen* tidak sesuai dengan diharapkan maka ia akan cenderung tidak membeli suatu saham atau menjual saham tersebut apabila telah memilkinya.

Menurut Gitman (2006) *Dividend Payout Ratio* adalah: ...indikasi atas presentase jumlah pendapatan yang diperoleh yang didistribusikan kepada pemilik atau pemegang saham dalam bentuk kas.

Menurut Ciaran Walsh (2003: 152) dalam fanny rosa fandini (2013) *dividen payout ratio* adalah :

“*Dividend payout ratio* memperlihatkan hubungan antara laba perusahaan dan kas yang dibayarkan untuk *dividen*”.

$$\textit{Dividend payout ratio} = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$$

### ***b. Dividend Yield***

Rasio *dividend yield* menunjukkan perbandingan dividen per lembar saham yang dibagikan dengan harga pasar saham (Imam Subekti, 2000) dalam Wahyudi dan Pawestri (2006).

$$\textit{Dividend Yield Ratio} = \frac{\text{Dividen per Lembar Saham}}{\text{Closing Price}}$$

## **2.1.4 Nilai Perusahaan**

### **2.1.4.1 Pengertian Nilai Perusahaan**

Menurut Agus Sartono (2001:48), nilai perusahaan adalah: ...nilai jual sebuah perusahaan sebagai suatu bisnis yang beroperasi, adanya kelebihan jual diatas nilai likuidiasi adalah nilai dari organisasi manajemen yang menjalankan perusahaan itu.

Menurut (Suad Husnan,2006:6) Nilai perusahaan adalah sebagai berikut :  
 “Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual”.

Menurut Fama (1987) dalam Wahyudi dan Pawestri (2006):

“Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga saham dari pasar 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 dimasa yang akan datang. Sehingga akan meningkatkan harga saham maka nilai perusahaan pun akan meningkat”.

#### 2.1.4.2 Metode Pengukuran Nilai Perusahaan

Pengukuran nilai perusahaan sering kali dilakukan dengan menggunakan rasio-rasio penilaian atau rasio pasar. Rasio pasar merupakan ukuran kinerja yang paling menyeluruh untuk suatu perusahaan karena mencerminkan pengaruh gabungan dari rasio hasil pengembalian dari risiko.

Menurut Susanti (2010) dalam Alfredo Mahendra (2011), indikator-indikator yang mempengaruhi nilai perusahaan terdiri dari: ***Price Earning Ratio (PER)***, ***Price Book Value (PBV)*** dan ***Tobin's Q***.

Dari indikator-indikator nilai perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. *Price Earning Ratio (PER)*

*Price earning ratio* yaitu rasio yang mengukur seberapa besar perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh para pemegang saham. *Price earning ratio* adalah fungsi dari kemampuan laba yang diharapkan dimasa yang akan datang. Semakin besar *price earning ratio*, maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk tumbuh sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

2. *Price Book Value (PBV)*

*Price book value* yaitu rasio yang mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang tumbuh. Semakin tinggi PBV berarti pasar percaya akan prospek perusahaan tersebut.

### 3. Tobin's Q

Tobin's Q merupakan konsep yang berharga karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap dollar investasi incremental. Menurut Smithers dan Wright (2007, 37) dalam Isnaeni (2010) Tobin's Q dihitung dengan membandingkan rasio nilai pasar perusahaan dengan nilai buku ekuitas perusahaan. Menurut Bambang Sudyanto dan Elen Puspitasari (2010), bahwa jika nilai pasar sewaktu-waktu merefleksikan aset yang tercatat suatu perusahaan maka Tobin's Q akan sama dengan 1. Jika Tobin's Q lebih besar dari 1, maka nilai pasar lebih besar dari nilai aset perusahaan yang tercatat. Hal ini menandakan bahwa harga saham tinggi (*overvalued*), apabila Tobin's Q kurang dari 1, nilai pasarnya lebih kecil dari nilai tercatat aset perusahaan. Ini menandakan bahwa harga saham rendah (*undervalued*).

#### **2.1.4.3 Price To Book Value (PBV)**

Menurut Robert Ang (1997), dalam Nasehah (2012), pengertian *price to book value* (PBV) adalah: ...rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja pasar saham terhadap nilai bukunya. Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi sebagai perusahaan yang terus tumbuh.

*Price to book value* juga menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan yang relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Semakin tinggi rasio *price book value* dapat diartikan semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Keberhasilan perusahaan menciptakan nilai tersebut tentunya memberikan harapan kepada pemegang saham berupa keuntungan yang lebih besar pula. (Agus Sartono, 2001 dalam Nasehah, 2012)

Menurut Brigham and Houston (2010,92):

“Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh. *Price to book value* digunakan untuk mengukur nilai perusahaan”.

*Price to book value* menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan atau bisa juga digunakan untuk mengukur tingkat kelemahan dari suatu saham. Semakin tinggi rasio ini berarti pasar percaya akan prospek suatu perusahaan, sehingga mengakibatkan harga saham dari perusahaan tersebut meningkat pula. Begitu pula sebaliknya jika *price to book value* rendah akan berdampak pada rendahnya kepercayaan pasar terhadap prospek perusahaan yang berakibat pada turunnya permintaan saham dan berimbas pula dengan menurunnya harga saham dari perusahaan tersebut. (Darmadji dan Fakhruddin, 2001, dalam Prisca Wijayanti 2013).

Menurut (Dev Group on Research, 2009) dalam Nasehah (2012) *price to book value* mempunyai 2 fungsi utama, yaitu:

1. Melihat apakah sebuah saham saat ini sudah diperdagangkan di harga yang mahal, masih murah, atau masih wajar menurut rata-rata historisnya.
2. Menentukan mahal atau murahnya sebuah saham saat ini berdasarkan perkiraan harga wajar untuk periode 1 tahun mendatang.

Berdasarkan fungsi yang pertama, sebuah saham akan dianggap sudah terlalu mahal atau tinggi jika *price to book value* saham tersebut saat ini sudah diatas rata-rata *price to book value* historisnya. Demikian sebaliknya, sebuah saham akan dianggap masih murah atau wajar jika *price to book value* saham tersebut saat ini masih berada dibawah atau sama dengan rata-rata *price to book value* historisnya.

Berdasarkan fungsi yang kedua, sebuah saham akan dianggap mahal atau murah berdasarkan perkiraan harga wajarnya. Perhitungan harga wajar dapat dilakukan dengan dua unsur sebagai berikut:

- a. Rata-rata *price to book value* historis.
- b. Estimasi nilai buku perusahaan (BV) untuk periode 1 tahun mendatang.

Rata-rata *price to book value* historis untuk perhitungan harga wajar ditentukan berdasarkan asumsi yang terbagi menjadi tiga, yaitu:

- a. Asumsi optimis. Artinya jika kita menganggap kondisi ekonomi kedepan jauh lebih baik dari sekarang. Rata-rata *price to book value* yang digunakan adalah *price to book value* + standar deviasi.
- b. Asumsi netral. Artinya, jika kita menganggap kondisi ekonomi kedepan sulit diprediksi atau dalam kondisi moderat (biasa-biasa saja). Rata-rata

*price to book value* yang digunakan adalah rata-rata *price to book value* historisnya.

- c. Asumsi pesimis. Artinya, jika kita menganggap kondisi ekonomi kedepan jauh lebih buruk dari sekarang. Rata-rata *price to book value* yang digunakan adalah rata-rata *price to book value* – standar deviasi.

Menurut Brigham dan Houston (2010:151) *price to book value* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

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

#### 2.1.4.3.1 Saham

Menurut Ang (1997, 11) dalam Farida Wahyu Lusiana (2011), saham adalah: ...satu bentuk efek yang diperdagangkan dalam pasar modal, saham merupakan surat berharga sebagai tanda kepemilikan atas perusahaan penerbitnya.

Menurut Tjipto Darmadji dan Hendi M Fakhrudin (2001, 5) dalam Farida Wahyu Lusiana (2011), saham adalah: ...tanda penyertaan atau pemilikan seorang atau badan dalam satu perusahaan terbuka.

Menurut Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2006, 39), saham merupakan: ...secarik kertas yang menunjukkan hak pemilik kertas dan tersebut untuk memperoleh bagian prospek atau kekayaan perusahaan yang menerbitkan saham tersebut dan berbagai kondisi untuk melaksanakan hak tersebut. Dengan memiliki saham suatu perusahaan, maka investor akan mempunyai hak terhadap

pendapatan kekayaan perusahaan, setelah dikurangi kewajiban pembayaran perusahaan.

Menurut Rusdin (2005, 72), saham merupakan: ...sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan, dimana pemegang saham memiliki hak klaim atas penghasilan dan aktiva perusahaan serta berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Menurut Parid Harinto dan Siswono Sudomo (2005, 66), mendefinisikan saham sebagai berikut: ...saham (*share*) adalah surat bukti kepemilikan bagian modal atau tanda penyertaan modal pada perseroan terbatas yang memberi hak atas dividend dan lain-lain menurut besar kecilnya modal disetor.

#### **2.1.4.3.2 Harga Saham**

Jogiyanto (2003, 83) dalam Farida Wahyu Lusiana (2011), harga saham adalah: ...harga yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar.

Anoraga (2001, 100) dalam Farida Wahyu Lusiana (2011), harga saham adalah: ...uang yang dikeluarkan untuk memperoleh bukti penyertaan atau pemilikan suatu perusahaan. Harga saham juga dapat diartikan sebagai harga yang dibentuk dari interaksi para penjual dan pembeli saham yang dilator belakangnya oleh harapan mereka terhadap profit perusahaan, untuk itu investor memerlukan informasi yang berkaitan dengan pembentukan saham tersebut dalam mengambil keputusan untuk menjual atau membeli saham.

Menurut Rusdin (2002, 66) dalam Prisca Wijayanti (2013):

“Pernyataan harga suatu saham dalam jangka pendek tidak dapat diterka secara pasti. Harga saham ditentukan menurut hukum permintaan dan penawaran. Semakin banyak orang yang membeli saham, maka harga saham tersebut cenderung bergerak naik. Sebaliknya, semakin banyak orang ingin menjual saham, maka saham tersebut akan bergerak turun”.

Sedangkan Menurut Agus Sartono (2001, 40):

“Pada dasarnya harga saham ditentukan oleh interaksi antara permintaan dan penawaran. Pasar modal yang kompetitif tercipta karena adanya kekuatan permintaan dan penawaran secara *continue* sehingga pasar saham menyesuaikan secara cepat dengan setiap perubahan informasi. Tidak ada investor yang secara individu maupun mempengaruhi harga pasar saham. Sehingga investor tidak dapat memperoleh keuntungan secara konsisten”.

#### **2.1.4.3.3 Nilai Buku**

Menurut Hampton (1990, 119) dalam Caherul D Djakman dalam Linda

Lufianti (2011) menjelaskan:

“Nilai buku merefleksikan catatan akuntansi perusahaan daripada pengukuran nilai riil atas aset perusahaan. Jika dua perusahaan yang serupa menggunakan metode depresiasi yang berbeda, maka nilai buku asetnya pun berbeda”.

Linda Lufianti (2011), dalam Prisca Wijayanti (2013) nilai buku adalah:

...suatu nilai yang dihasilkan dari penggunaan teknik standar akuntansi yang digunakan dan diperhitungkan laporan keuangan yang tersaji dalam neraca yang disiapkan oleh perusahaan, yang merupakan hasil dari penggunaan teknik akuntansi yang konservatif.

Menurut Sulistyastuti (2002,1), dalam Prisca Wijayanti (2013), nilai buku per lembar saham adalah: ...ekuitas dibagi dengan jumlah saham yang beredar yang berkaitan dengan kepentingan akuntansi dan hukum. Nilai buku per lembar saham (*book value per share*) dihitung dengan total ekuitas dibagi jumlah saham yang beredar.

Menurut Keown (2000), dalam Nasehah (2012):

“Nilai buku per lembar saham digunakan untuk mengukur nilai *shareholder equity* atas setiap saham, dan besarnya nilai buku per lembar saham dihitung dengan cara membagi total *shareholder equity* dengan jumlah saham yang beredar. Adapun komponen dari *shareholder equity* yaitu agio saham dan laba di tahan”.

## **2.2 Kerangka Pemikiran**

Menurut Agus Sartono (2001:48), nilai perusahaan adalah: ...nilai jual sebuah perusahaan sebagai suatu bisnis yang beroperasi, adanya kelebihan jual diatas nilai likuidiasi adalah nilai dari organisasi manajemen yang menjalankan perusahaan itu.

Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran para pemegang saham. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang

merupakan cerminan dari keputusan investasi pendanaan (*financing*) dan manajemen aset. (Susanti 2010 dalam Alfredo Mahendra 2011).

Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar yang dibentuk 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 dari 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.

Menurut Indriyo (2002) dalam Sulistono (2010), terdapat beberapa faktor-faktor yang mempengaruhi tingginya nilai perusahaan adalah sebagai berikut:

1. Risiko perusahaan
2. Dividen
3. Pertumbuhan perusahaan
4. Harga pasar saham

Perusahaan yang sedang melaksanakan operasi yang berjangka panjang, maka harus dihindari tingkat risiko yang tinggi. Proyek-proyek yang memiliki kemungkinan laba yang tinggi tetapi mengandung risiko yang tinggi perlu dihindarkan. Menerima proyek-proyek tersebut dalam jangka panjang berarti suatu kegagalan yang dapat mematahkan kelangsungan hidup perusahaan.

Dividen adalah pembagian laba kepada para pemegang saham oleh perusahaan. Dividen harus sesuai dengan kebutuhan perusahaan maupun kebutuhan para pemegang saham. Pada saat perusahaan sedang mengalami pertumbuhan maka dividen kemungkinan kecil, agar perusahaan dapat

memupuk dana yang diperlukan pada saat itu penerima yang diperoleh sudah cukup besar, sedangkan kebutuhan pemupukan dana tidak begitu besar maka dividen yang dibayarkan dapat diperbesar. Dengan membayarkan dividen secara wajar, maka perusahaan dapat membantu menarik para investor untuk mencari dividend dan hal ini dapat membantu memelihara nilai perusahaan.

Perusahaan dapat mengembangkan penjualan, hal ini dapat mengurangi risiko perusahaan di dalam persaingan di pasar. Maka perusahaan yang akan berusaha memaksimalkan nilai perusahaan harus secara terus-menerus mengusahakan pertumbuhan dari penjualan dan penghasilannya.

### **2.2.1 Pengaruh Kesempatan Investasi Dengan Nilai Perusahaan**

Menurut Indriyo (2002) dalam Sulistono (2010):

“Harga saham di pasar merupakan perhatian utama dari manajer keuangan untuk memberikan kemakmuran kepada para pemegang saham atau pemilik perusahaan. Manajer harus selalu berusaha ke arah itu untuk mendorong masyarakat agar bersedia menanamkan uangnya ke dalam perusahaan itu. Dengan pemilihan investasi yang tepat maka perusahaan akan mencerminkan petunjuk sebagai tempat penanaman modal yang bijaksana bagi masyarakat. Hal ini akan membantu meningkatkan nilai dari perusahaan”.

Penelitian ini mendukung teori dari Sartono (2001:189) yang mengatakan:

“Jika perusahaan melakukan investasi yang memberikan nilai sekarang yang lebih besar dari investasi, maka nilai perusahaan akan meningkat. Peningkatan nilai perusahaan dari investasi ini akan tercermin pada meningkatnya harga saham. Dengan kata lain, kesempatan investasi harus dinilai dalam hubungannya dengan kemampuan untuk menghasilkan keuntungan yang sama atau lebih besar dari yang disyaratkan oleh pemilik modal. Pengertian nilai di sini adalah nilai intrinsik investasi yang tidak lain adalah sebesar nilai sekarang dari aliran kas yang diharapkan atas investasi.”

Menurut Fama (1987) dalam Wahyudi dan Pawestri (2006):

Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga saham dari pasar 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 dimasa yang akan datang. Sehingga akan meningkatkan harga saham maka nilai perusahaan pun akan meningkat.

### **2.2.2 Pengaruh *Leverage* Dengan Nilai Perusahaan**

Wijaya dan Wibawa (2010) yang menyebutkan adanya hubungan positif antara dengan nilai perusahaan. Dalam penelitiannya menyebutkan bahwa apabila pendanaan didanai melalui hutang, maka peningkatan nilai perusahaan terjadi akibat efek *tax deductible*, yaitu perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberikan manfaat bagi pemegang saham.

Fama dan French (1998) dalam Wijaya Wibawa (2010) menemukan bahwa investasi yang dihasilkan Leverage atau hutang memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

### **2.2.3 Pengaruh Kebijakan Dividen dengan Nilai Perusahaan**

Terdapat banyak perdebatan mengenai bagaimana kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan. Salah satu pendapat menyatakan bahwa dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan yang disebut dengan *Bird In The Hand Theory* (Wijaya Wibawa, 2010).

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Lintner (1959) dalam Eugene F Brigham & Joel F Houston (2007:480):

“Dividen lebih pasti daripada perolehan modal, disebut juga dengan teori *bird in the hand*, yaitu kepercayaan bahwa pendapatan dividen memiliki nilai lebih tinggi bagi investor daripada *capital gains*, teori ini mengasumsikan bahwa dividen lebih pasti daripada pendapatan modal”.

Menurut teori *bird in the hand*, pemegang saham lebih menyukai dividen tinggi dibandingkan dengan dividen yang akan dibagikan di masa yang akan datang dan *capital gains* (Lintner, 1956; Bhattacharya, 1979 dalam Wijaya dan Wibawa, 2010).

Menurut Fama dan French (1998) dalam Wijaya Wibawa (2010) menemukan bahwa Investasi yang dihasilkan dari kebijakan dividen memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

### **2.3 Hipotesis**

- H1: Kesempatan Investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H2: *Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H3: Kebijakan Dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.