



## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN



Hak Cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

#### A. Pengantar

Sebagaimana yang telah dibahas pada bab sebelumnya, bahwa masih ada beberapa permasalahan yang dihadapi didalam penelitian ini, yakni seperti masih adanya kontradiksi hubungan antara nilai perusahaan dan kebijakan keuangan perusahaan. Oleh karena itu, pada bab ini akan dijelaskan beberapa teori-teori dasar yang bersangkutan untuk menjawab dan menjelaskan masalah penelitian tersebut. Selain itu juga akan dijabarkan dan dijelaskan kerangka berpikir yang mendasar atas pengajuan hipotesis penelitian dan bagaimana model penelitian ini dibangun.

#### B. Telaah Pustaka

##### 1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Manajer diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan, dan hal ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan yang disebut dengan teori agensi (Brigham & Houston 2001:22). Di dalam teori agensi (*Agency Theory*), suatu hubungan agensi muncul apabila satu orang atau lebih (*principal*) memberikan kepercayaan kepada orang lain (*agent*) untuk mengelola suatu bisnis dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut. Oleh karena itu, agen (manajer) sebagai pengelola mempunyai kewajiban untuk memberikan informasi mengenai kondisi perusahaan kepada prinsipal (pemilik/investor). Teori keagenan ini, merupakan suatu basis teori yang mendasari suatu bisnis perusahaan. Pada prinsipnya, teori keagenan ini menyatakan bahwa adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



wewenang (prinsipal) yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (agen) yaitu manajer, dalam bentuk kontrak kerja sama.

Dalam teori keagenan, pemegang saham sebagai prinsipal diasumsikan hanya tertarik pada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka di dalam perusahaan. Sedangkan para agen diasumsikan sebagai orang yang menerima kepuasan yang berupa kompensasi keuangan dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut. Biasanya, hubungan antara agen dengan prinsipal adalah asimetri (kesenjangan informasi). Hal ini disebabkan karena adanya pihak yang mempunyai informasi yang lebih (agen) dibandingkan dengan pihak lain (prinsipal). Agen memperoleh informasi yang lebih banyak dikarenakan mereka berhubungan langsung dengan perusahaan. Dengan asumsi bahwa masing-masing individu bertindak untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya, maka dengan adanya informasi asimetri akan mendorong agen untuk menyembunyikan informasi yang tidak dimiliki oleh prinsipal.

Dalam penyusunan laporan keuangan, agen juga memiliki informasi asimetri sehingga agen dapat lebih flexibel mempengaruhi laporan keuangan guna memaksimalkan kepentingannya.

Menurut Eisenhardt dalam Ujiyanto dan Bambang (2007), terdapat tiga masalah utama yang akan dihadapi dalam menjalani hubungan agensi. Masalah tersebut adalah :

- Kontrol pemegang saham dengan manajer
- Biaya yang menyertai hubungan agensi
- Menghindari dan meminimalisasi biaya agensi

### **C Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Hubungan agensi ini memotivasi setiap individu untuk memperoleh sasaran yang harmonis dan menjaga kepentingan masing-masing antara agen dengan prinsipal.

**© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

**Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie**

## 2. Kebijakan Keuangan Perusahaan

### a) Kebijakan Hutang

Secara umum, pengertian hutang dapat diartikan sebagai segala sesuatu yang di pinjam. Berdasarkan *Financial Accounting Standards Board* (FASB), hutang merupakan suatu pengorbanan manfaat ekonomi masa mendatang yang mungkin timbul karena kewajiban sekarang suatu entitas untuk menyerahkan aktiva atau memberikan jasa kepada entitas lain dimasa mendatang sebagai akibat transaksi masa lalu. Menurut Ikatan Akuntan Indonesia (IAI), kewajiban merupakan hutang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi. Hutang merupakan semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, di mana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor (Munawir 1998 : 18). Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Semakin tinggi hutang(*leverage*), semakin besar risiko keuangannya dan sebaliknya (Van Horne dan Machowicz,2005). Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya leverage keuangan

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa.

Kebijakan hutang merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Dimana kebijakan hutang merupakan salah satu bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan. Selain itu kebijakan hutang perusahaan juga berfungsi sebagai mekanisme monitoring terhadap tindakan manajer yang dilakukan dalam pengelolaan perusahaan.

Salah satu rasio hutang (*leverage*) adalah Debt to Equity (DER). Menurut Ross (2010: 51) DER merupakan perhitungan hutang (*leverage*) sederhana yang membandingkan total utang yang dimiliki perusahaan dengan total ekuitas pemegang saham. Total utang merupakan total kewajiban (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang). Sedangkan total ekuitas pemegang saham merupakan total modal sendiri (meliputi total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki oleh perusahaan.

DER merupakan rasio yang menggambarkan struktur modal perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha. Semakin tinggi DER, maka akan menunjukkan semakin tinggi komposisi utang perusahaan dibandingkan dengan modal sendiri sehingga berdampak besar pada beban perusahaan terhadap pihak luar.

Struktur modal dapat diukur dari rasio perbandingan antara total hutang terhadap ekuitas yang biasa diukur melalui rasio *debt to equity ratio* (DER)(Gitman 2006:553). Adapapun rumus daripada *debt to equity ratio* (Brigham 2001:86) ini adalah:

### © Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.





$$\text{Debt Equity Ratio} = \frac{\text{Total Liability}}{\text{Shareholder's Equity}}$$

DER dapat menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan dimana semakin tinggi rasio DER, maka perusahaan semakin tinggi risikonya karena pendanaan dari unsur hutang lebih besar daripada modal sendiri (equity) mengingat dalam perhitungan hutang dibagi dengan modal sendirinya, artinya jika hutang perusahaan lebih tinggi dari modal sendirinya berarti rasio DER diatas 1, sehingga penggunaan dana yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan lebih banyak menggunakan dari unsur hutang.

#### b) Kebijakan Deviden

Dividen merupakan pembagian laba kepada pemegang saham berdasarkan banyaknya saham yang dimiliki.

Dividen dapat dibagi menjadi tiga jenis, yaitu :

##### 1. Dividen Tunai

Merupakan metode paling umum untuk pembagian keuntungan. Dibayarkan dalam bentuk tunai/uang dan dikenai pajak pada tahun pengeluarannya.

##### 2. Dividen saham

Menurut Gitman (2003:572) *a stock dividend is the payment to existing owners, of a dividend in the form of stock. often firms pay stock dividends as replacement for or a supplement to cash dividends. although stock dividends do not have a real value, stockholders may perceive them to represent something they did not have before.*

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Deviden saham ini, cukup umum dilakukan dan dibayarkan dalam bentuk saham tambahan, biasanya dihitung berdasarkan proporsi terhadap jumlah saham yang dimiliki.

### 3. Deviden properti

Pembagian deviden properti ini dibayarkan dalam bentuk asset. Namun, pembagian deviden dengan cara ini kurang diminati oleh perusahaan.

Kebijakan deviden merupakan suatu keputusan untuk menginvestasikan kembali laba yang diperoleh dari hasil operasi perusahaan atau untuk membagikannya kepada pemegang saham (investor).

Agus Sartono (1990 : 282) mengartikan kebijakan deviden merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai deviden atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa mendatang.

Kebijakan deviden yang optimal adalah kebijakan deviden yang mencapai suatu keseimbangan antara deviden saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang yang memaksimalkan harga saham perusahaan. Setiap perusahaan ingin mempertahankan deviden per saham pada tingkat yang konstan. Tetapi naiknya deviden selalu terlambat dibanding naiknya keuntungan. Artinya deviden baru akan naik jika keuntungan meningkat dengan stabil.

Menurut Husnan (2004), terdapat dua alasan tentang pentingnya kebijakan deviden bagi perusahaan, yaitu sebagai berikut:

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



1. Pembayaran deviden mungkin akan mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham (*stock price*) perusahaan tersebut.
2. Pembayaran deviden akan mengurangi jumlah laba ditahan perusahaan, sehingga laba ditahan merupakan sumber data internal yang terpenting bagi perusahaan dalam kebijakan deviden.

Berdasarkan alasan tersebut, maka perusahaan diharapkan untuk membuat kebijakan deviden optimal yang mampu menyeimbangkan pembayaran deviden saat ini dan tingkat pertumbuhan laba di masa yang akan datang agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan (harga saham).

Kebijakan deviden yang diambil oleh perusahaan, sangat bergantung pada berbagai faktor yang terjadi, baik itu yang terjadi di dalam perusahaan maupun yang terjadi diluar perusahaan (praktek yang sesungguhnya). Menurut Agus Sartono (1990: 291-294), ada beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden, yaitu :

1. Kebutuhan dana perusahaan

Kebutuhan dana perusahaan merupakan faktor yang mempengaruhi yang harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan deviden. Seperti aliran kas perusahaan yang diharapkan, pengeluaran modal dimasa depan yang diharapkan, kebutuhan tambahan piutang dan persediaan, pola (*schedule*) pengurangan hutang dan faktor-faktor lain yang mempengaruhi posisi kas perusahaan.

2. Likuiditas Perusahaan

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan deviden karena deviden merupakan kas keluar bagi perusahaan. Oleh karena itu, posisi kas semakin besar dan likuiditas

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar deviden.

### 3. Kemampuan meminjam

Perusahaan yang memiliki kemampuan meminjam lebih besar akan memiliki kemampuan untuk membayar deviden yang lebih besar.

### 4. Keadaan pemegang saham

Jika keadaan pemegang saham lebih besar berorientasi pada *capital gain*, maka deviden payout akan rendah, sehingga memungkinkan perusahaan untuk menahan laba untuk investasi yang *profitable*.

### 5. Stabilitas Deviden

Bagi para investor faktor stabilitas deviden akan lebih menarik daripada *deviden payout ratio* yang tinggi.

Perusahaan yang memutuskan untuk membagi laba yang diperoleh sebagai deviden berarti akan mengurangi jumlah laba yang ditahan yang akhirnya juga mengurangi sumber dana internal yang digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Bila perusahaan tidak membagikan labanya sebagai deviden maka akan memperbesar sumber dana intern dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan.

Kebijakan deviden erat kaitannya dengan rasio pembayaran deviden. Yang dimaksud dengan rasio pembayaran deviden (DPR) adalah deviden tunai tahunan yang dibagi dengan laba tahunan, atau deviden per lembar saham dibagi dengan laba per lembar saham. Secara umum, terdapat dua indikator dalam mengukur kebijakan deviden yakni, dengan *deviden yield ratio* dan *deviden payout ratio*. Namun dalam penelitian

## © Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.





yang akan dilakukan, peneliti menggunakan *dividen payout ratio* untuk mengukur kebijakan dividen.

*Dividen payout ratio* merupakan rasio hasil perbandingan antara dividen dengan laba yang tersedia bagi pemegang saham biasa. *Dividen payout ratio* ini menunjukkan seberapa besarnya laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Menurut Gitman (2008: 272) Perhitungan *Dividen Payout Ratio* menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{Dividen Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Earning per share}} \times 100\%$$

### 3. Struktur Modal

Kecenderungan, perusahaan yang semakin banyak menggunakan hutang, tanpa disadari secara berangsur-angsur akan menimbulkan kewajiban yang semakin berat pula bagi perusahaan tersebut pada waktu pelunasannya karena harus melunasi (membayar kembali) hutang tersebut. Tidak sedikit jumlah perusahaan-perusahaan yang akhirnya tidak mampu memenuhi kewajiban untuk melunasi atau mebayar hutang tersebut, yang pada akhirnya akan membawa perusahaan kedalam kepailitan.

Franco Modigliani dan Merton Miller adalah bapak dari teori struktur modal. Pada tahun 1958, dalam *American Economic Review* 48 (1958, June) yang berjudul *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, mereka mengemukakan teori struktur modal dengan berbagai asumsi yang tidak mungkin terjadi, akan tetapi sangat membantu dalam



memahami bagaimana perusahaan menentukan bauran pendanaan yang berasal dari hutang dan ekuitas secara benar .

Pemilihan struktur keuangan merupakan masalah yang menyangkut komposisi pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan, yang berarti penentuan berapa banyak hutang (*leverage*) yang akan digunakan oleh perusahaan untuk mendanai aktivitya. Struktur pendanaan adalah pendanaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham.

Bila semua dana untuk membiayai aktiva perusahaan berasal dari pemilik dalam bentuk saham biasa, perusahaan tidak terikat pada kewajiban tetap untuk membayar bunga atas hutang yang diperoleh dalam rangka pendanaan perusahaan. Bunga adalah biaya tetap keuangan yang harus dibayar dan ditambahkan pada biaya tetap operasi tanpa mempedulikan tingkat laba perusahaan. Jadi perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih berisiko daripada perusahaan tanpa hutang, karena selain mempunyai risiko bisnis, perusahaan yang menggunakan hutang juga mempunyai risiko keuangan.

Struktur modal optimal adalah struktur modal yang mengimbangkan risiko dan *return* sehingga memaksimumkan harga saham. Untuk menentukan kebijakan struktur modal harus melibatkan *trade off* antara risiko dan *return*. Ada beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal, yaitu:

- a) Risiko bisnis perusahaan atau tingkat risiko yang terkandung pada aktiva perusahaan apabila tidak menggunakan hutang.

Semakin besar risiko perusahaan semakin rendah risiko hutang optimalnya.

**© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

b) Posisi pajak perusahaan.

Alasan utama untuk menggunakan hutang adalah karena biaya bunga dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak, sehingga menurunkan biaya hutang yang sesungguhnya. Akan tetapi, jika sebagian besar dari pendapatan perusahaan telah terhindar dari pajak karena penyusutan yang dipercepat atau kompensasi kerugian, maka tarif pajak progresif akan rendah dan manfaat penggunaan hutang juga rendah.

c) Fleksibilitas keuangan atau kemampuan untuk menambah modal dengan persyaratan yang masuk akal dalam keadaan yang kurang menguntungkan.

Penyediaan modal yang mantap sebagai faktor penentu keberhasilan jangka panjang diperlukan manajer pendanaan perusahaan untuk mendukung kestabilan operasinya. Para manajer pendanaan mengetahui bahwa dalam keadaan uang ketat apabila perusahaan menghadapi kesulitan operasi, maka penyedia dana cenderung akan menanamkan uangnya pada perusahaan dengan posisi neraca yang bagus. Oleh karena itu kemungkinan tersedianya dana di masa yang akan datang dan konsekuensi kurangnya dana akan sangat berpengaruh pada struktur modal.

d) Konservatisme atau agresivitas manajemen.

Sebagian manajer lebih agresif dari yang lain, sehingga sebagian perusahaan lebih cenderung menggunakan hutang untuk meningkatkan laba. Faktor ini tidak mempengaruhi struktur modal yang optimal, tetapi akan mempengaruhi struktur modal yang ditargetkan yang ditetapkan manajer

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan yang ditentukan oleh struktur modal (Modigliani & Miller, 1958). Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya.

Kehadiran informasi asimetris akan membatasi akses pendanaan dari luar. Kenyataan ini mendorong perusahaan untuk memilih pendanaan internal dibanding pendanaan eksternal. Pada sisi lain, konsep informasi asimetris menegaskan bahwa rasio deviden atas laba bersih berpengaruh positif pada struktur modal. Tong & Green (2005) mengungkapkan bahwa pembayaran deviden memberi signal akan kebutuhan kas yang besar di masa datang, sehingga berpengaruh positif bagi struktur modal.

Ada berbagai teori dan penemuan empiris yang ditemukan di dalam penelitian, khususnya di bidang keuangan yang berkaitan dengan struktur modal. Berikut ini adalah beberapa teori-teori yang bersangkutan dengan struktur modal :

**a) Modigliani-Miller (MM) Theory**

Teori Modigliani dan Miller atau yang biasanya dikenal sebagai Teori MM (1958) ini merupakan teori dasar keuangan modern. Umi Mardiyati (*dkk* :2012) berpendapat bahwa teori berasumsi tidak ada pajak, *bankruptcy cost*, tidak adanya informasi asimetris antara pihak manajemen dengan para pemegang saham, dan pasar terlibat dalam kondisi yang efisien, maka value yang bisa diraih oleh perusahaan tidak terkait dengan bagaimana perusahaan melakukan strategi pendanaan. Setelah



menghilangkan asumsi tentang ketiadaan pajak, hutang dapat menghemat pajak yang dibayar (karena teori ini menjelaskan definisi operasional dari biaya modal dan teori-teori investasi yang dapat diterapkan “*an operational definition of the cost of capital dan workable theory of investment*”. Teori ini mencoba untuk menjelaskan bagaimana hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

Berikut ini adalah asumsi-asumsi Teori MM baik secara eksplisit (nampak) maupun secara implisit (tidak nampak):

- 1) Keseluruhan aset fisik dimiliki oleh perusahaan.
- 2) Di pasar modal tidak terjadi friksi. Tidak ada pajak perusahaan atau pajak pendapatan *personal*, tidak ada biaya dalam membeli dan menjual sekuritas, dan tidak ada biaya kebangkrutan.
- 3) Perusahaan hanya dapat mengeluarkan 2 jenis sekuritas yaitu kuitas yang berisiko (*risky equity*) dan hutang yang bebas risiko (*risk-free debt*).
- 4) Baik individu maupun perusahaan dapat meminjam dan meminjamkan dana pada tingkat bunga bebas risiko (*risk-free interest rate*).
- 5) Investor memiliki ekspektasi yang homogen tentang pergerakan *profit* perusahaan di masa depan.
- 6) Tidak ada pertumbuhan, sehingga semua pola arus kas (*cash flow*) bersifat anuitas sampai jangka waktu tidak terbatas.
- 7) Semua perusahaan dapat digolongkan menjadi satu dari beberapa kelas *return* yang sama sehingga *return* semua perusahaan di kelas yang sama adalah proporsional dan berkorelasi dengan sempurna pada perusahaan lain di kelas tersebut.

© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Secara eksplisit, teori MM ini tidak mengakui adanya hubungan (*irrelevance*) pendanaan dan investasi. Dalam arti bahwa menggunakan hutang ataupun tanpa hutang dalam mendanai investasi perusahaan tidak berpengaruh terhadap perubahan nilai perusahaan.

Teori Modigliani-Miller (Teori MM) ini, dibagi menjadi dua jenis, yakni Teori MM tanpa pajak dan Teori MM dengan pajak, berikut ini akan diuraikan mengenai teori MM tersebut:

#### 1) Teori MM tanpa pajak

Teori struktur modal modern yang pertama adalah teori Modigliani dan Miller (teori MM). Mereka berpendapat bahwa struktur modal tidak relevan atau tidak mempengaruhi nilai perusahaan. MM mengajukan dua preposisi yang dikenal sebagai preposisi MM tanpa pajak, antara lain:

##### Preposisi I

- Nilai Perusahaan adalah kapitalisasi laba bersih (EBIT) atau laba sebelum bunga dan pajak dengan tingkat kapitalisasi ( $k_0$ ) yang konstan sesuai dengan tingkat risiko perusahaan. Nilai perusahaan yang tidak mempunyai hutang sama dengan nilai perusahaan yang mempunyai hutang. Ini juga berarti struktur modal tidak berlaku pada perusahaan tersebut.

Implikasi dari preposisi I ini adalah struktur modal dari suatu perusahaan tidak relevan, perubahan struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan dan *weighted average cost of capital* (WACC) perusahaan akan tetap sama tidak dipengaruhi oleh

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



bagaimana perusahaan memadukan utang dan modal untuk membiayai perusahaan.

Preposisi II:

- Biaya modal saham akan meningkat apabila perusahaan melakukan atau mencari pinjaman dari pihak luar. *Risk of the equity* bergantung pada risiko dari operasional perusahaan (*business risk*) dan tingkat utang perusahaan (*financial risk*).

Preposisi III

- MM teori Investasi baru akan meningkatkan nilai perusahaan. Gordon Donaldson mengenalkan pecking order (1961). Perusahaan melakukan pembiayaan dengan urutan laba ditahan, hutang kepada pihak ketiga baik dengan loan atau menjual obligasi dan terakhir dengan mengeluarkan saham baru.

## 2) Teori MM dengan Pajak

Teori MM tanpa pajak dianggap tidak realistis dan kemudian MM memasukkan faktor pajak ke dalam teorinya. Pajak dibayarkan kepada pemerintah, yang berarti merupakan aliran kas keluar. Utang bisa digunakan untuk menghemat pajak, karena bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Dalam teori MM dengan pajak ini terdapat dua preposisi yaitu:

Preposisi I:

- Nilai dari perusahaan yang berutang sama dengan nilai dari perusahaan yang tidak berutang ditambah dengan penghematan pajak karena bunga utang.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Implikasi dari preposisi I ini adalah pembiayaan dengan utang sangat menguntungkan dan MM menyatakan bahwa struktur modal optimal perusahaan adalah seratus persen utang.

Preposisi II:

- Biaya modal saham akan meningkat dengan semakin meningkatnya utang, tetapi penghematan pajak akan lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai karena kenaikan biaya modal saham.

Implikasi dari preposisi II ini adalah penggunaan utang yang semakin banyak akan meningkatkan biaya modal saham. Menggunakan utang yang lebih banyak, berarti menggunakan modal yang lebih murah (biaya modal utang lebih kecil dibandingkan dengan biaya modal saham), sehingga akan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang (meski biaya modal saham meningkat). Teori MM tersebut sangat kontroversial. Implikasi teori tersebut adalah perusahaan sebaiknya menggunakan utang sebanyak-banyaknya.

Dalam praktiknya, tidak ada perusahaan yang mempunyai utang sebesar itu, karena semakin tinggi tingkat utang suatu perusahaan, akan semakin tinggi juga kemungkinan kebangkrutannya. Inilah yang melatarbelakangi teori MM mengatakan agar perusahaan menggunakan utang sebanyak-banyaknya, karena MM mengabaikan biaya kebangkrutan.

#### b) *Pecking Order Theory*

Konsep *pecking order theory* merupakan konsep yang pertama kali diuraikan oleh Gordon Donaldson pada tahun 1961 dengan penelitian yang berjudul *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and*

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkannya dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



*Determination of Corporate Debt Capacity*. Pada konsep awalnya, dikemukakan bahwa perusahaan cenderung mengutamakan (mendahulukan) pendanaan dari sumber internal guna membayar deviden dan mendanai investasi, bila kebutuhan dana kurang maka dipergunakan dana dari sumber eksternal sebagai tambahannya. Pendanaan internal diperoleh dari sisa laba atau laba ditahan dan arus kas dari penyusutan (depresiasi). Sedangkan pendanaan eksternal dilakukan terutama dengan menerbitkan obligasi ketimbang dengan penerbitan saham baru.

*Pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) menggunakan dasar pemikiran bahwa tidak ada suatu target *debt to equity ratio* tertentu dan tentang hirarkhi sumber dana yang paling disukai oleh perusahaan. Esensi teori ini adalah adanya dua jenis modal *external financing* dan *internal financing*. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* umumnya menggunakan utang dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena perusahaan mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu; (1) dana internal tidak mencukupi, dan (2) utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai.

Alhasil teori *pecking order* ini membuat hirarkhi sumber dana, yaitu dari internal (laba ditahan), dan eksternal (utang dan saham). Pemilihan sumber eksternal menurut Myers dan Majluf (1984) disebabkan karena adanya asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham. Asimetri informasi terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi

**© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

yang lebih banyak daripada para pemegang saham. Dengan demikian, pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal) sehingga manajemen akan menerbitkan saham baru dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya. Adanya asimetri informasi ini mengakibatkan terjadinya gap antara pengelola dan pemilik perusahaan yang memungkinkan terjadinya *moral hazard* pengelola, sehingga harga saham tidak mencerminkan informasi secara penuh tentang kondisi perusahaan. Penerbitan saham juga berakibat pada turunnya dividen perlembar saham dan turunya harga atau nilai saham karena jumlah saham bertambah. Akibatnya jika pendanaan eksternal dilakukan dengan penerbitan saham baru akan mendapat apresiasi atau respon negatif oleh pasar.

*Pecking order theory* tidak mengindikasikan target struktur modal. *Pecking order theory* menjelaskan urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat utang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. *Pecking order theory* ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang kecil.

Dalam kenyataannya, terdapat perusahaan-perusahaan yang dalam menggunakan dana untuk kebutuhan investasinya tidak sesuai seperti skenario urutan (hierarki) yang disebutkan dalam *pecking order theory*.

Pada tahun 1984, Stewart C. Myers dalam *Journal of Finance* volume 39 dengan judul *The Capital Structure Puzzle*, menyatakan bahwa ada semacam tata urutan (*pecking order*) bagi perusahaan dalam menggunakan modal. Teorinya menjelaskan bahwa perusahaan lebih

### **C Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



mengutamakan pendanaan ekuitas internal (menggunakan laba yang ditahan) daripada pendanaan ekuitas eksternal (menerbitkan saham baru). Hal itu disebabkan penggunaan laba yang ditahan lebih murah dan tidak perlu mengungkapkan sejumlah informasi perusahaan (yang harus diungkapkan dalam prospektus saat menerbitkan obligasi dan saham baru). Apabila perusahaan membutuhkan pendanaan eksternal, pertama kali akan menerbitkan hutang sebelum menerbitkan saham baru. Penerbitan saham baru menduduki urutan terakhir sebab penerbitan saham baru merupakan tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan calon investor tentang kondisi perusahaan saat sekarang dan prospek mendatang yang tidak baik.

c) ***Trade-off Theory***

Teori trade off merupakan teori struktur modal Modigliani-Miller yang dimasukkan dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Teori *trade-off* berasumsi bahwa struktur modal suatu perusahaan ditentukan dengan mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak ketika utang meningkat di satu sisi dan meningkatnya agency cost (biaya agensi) ketika utang meningkat pada sisi yang lain. Ketika manfaat pengurangan pajak masih lebih tinggi dibandingkan dengan perkiraan agency cost maka perusahaan masih bisa meningkatkan utangnya dan peningkatan utang harus dihentikan ketika pengurangan pajak atas tambahan utang tersebut sudah lebih rendah dibandingkan dengan peningkatan agency cost. Model Static Trade off ini merupakan evolusi atau pengembangan dari teori irrelevance-nya Modigliani dan Miller dan saat ini merupakan mainstream dari teori struktur modal.

© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



#### 4. *Signalling Theory* (Teori Persinyalan)

*Signalling theory* menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan dan bagaimana pasaran efeknya. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi. Informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan signal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Menurut Jogiyanto (2003: 389-390), pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai signal baik (*good news*) atau signal buruk (*bad news*). Jika pengumuman informasi tersebut sebagai signal baik investor, maka terjadi perubahan dalam volume perdagangan saham.

Salah satu jenis informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan yang dapat menjadi signal bagi pihak di luar perusahaan, terutama bagi pihak investor adalah laporan tahunan. Informasi yang diungkapkan dalam laporan tahunan dapat berupa informasi akuntansi yaitu informasi yang berkaitan dengan laporan keuangan dan informasi non-akuntansi yaitu informasi yang tidak berkaitan dengan laporan keuangan. Laporan tahunan hendaknya memuat

#### © Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



informasi yang relevan dan mengungkapkan informasi yang dianggap penting untuk diketahui oleh pengguna laporan baik pihak dalam maupun pihak luar. Semua investor memerlukan informasi untuk mengevaluasi risiko relatif setiap perusahaan sehingga dapat melakukan diversifikasi portofolio dan kombinasi investasi dengan preferensi risiko yang diinginkan. Jika suatu perusahaan ingin sahamnya dibeli oleh investor maka perusahaan harus melakukan pengungkapan laporan keuangan secara terbuka dan transparan.

## 5. **Contingency Theory (Teori Kontijensi)**

Teori kontinjensi (*contingency theory*) menyatakan bahwa keselarasan antara strategi dengan lingkungan bisnis eksternal menentukan kelangsungan hidup dan kinerja perusahaan. Teori kontijensi juga bermakna bagaimana perencanaan strategi mampu memenuhi tuntutan lingkungan, yang mana jika tidak tercipta keselarasan antara perencanaan strategi dengan lingkungan bisnis eksternal dapat berakibat turunnya kinerja sehingga munculnya krisis organisasi atau perusahaan (Elenkov, 1997). Keselarasan antara strategi organisasi dengan lingkungan eksternalnya merupakan fokus kajian manajemen strategik. Pendekatan dengan menggunakan teori kontijensi ini mendapat dukungan dari banyak pakar. Bukti empiris yang ada pada umumnya menunjukkan bahwa perusahaan yang berhasil menyelaraskan strateginya dengan lingkungan eksternal yang dihadapinya akan memperlihatkan kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan-perusahaan yang kurang berhasil menyelaraskan strateginya. (Elenkov, 1997).

## 6. **Nilai Perusahaan**

Pengertian nilai perusahaan dicerminkan pada kekuatan tawar menawar saham. Apabila perusahaan diperkirakan sebagai perusahaan mempunyai

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



prospek pada masa yang akan datang, maka nilai sahamnya menjadi tinggi. Sebaliknya, apabila perusahaan dinilai kurang memiliki prospek maka harga saham menjadi rendah.

Husnan (2007) mengartikan nilai perusahaan sebagai harga yang bersedia dibayar oleh calon investor seandainya suatu perusahaan akan dijual.

Terdapat dua pendekatan dalam mengukur nilai suatu perusahaan, yakni pendekatan pasar dan pendekatan akuntansi (Fernandez dan Goniez-Anson;2006). Berikut ini akan dijelaskan pendekatan-pendekatan dalam mengukur nilai suatu perusahaan.

#### a) Pengukuran Nilai Perusahaan Melalui Pendekatan Pasar

##### 1. Tobin's Q

Tobin's Q atau biasa juga disebut Q ratio atau Q Teori diperkenalkan pertama kali oleh James Tobin pada tahun 1969. James Tobin adalah ekonom Amerika yang berhasil meraih nobel di bidang ekonomi dengan mengajukan hipotesis bahwa nilai pasar suatu perusahaan seharusnya sama dengan biaya penggantian aktiva perusahaan tersebut sehingga menciptakan keadaan ekuilibrium. Pengertian Tobin's Q ini menurut James Tobin sebagaimana yang dikutip oleh Carton dan Perloff adalah::

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

Tobin's Q menawarkan penjelasan nilai dari suatu perusahaan. Tobin's Q model mendefinisikan nilai perusahaan sebagai nilai



**© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

**Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

kombinasi antara aktiva berwujud dan aktiva tak berwujud. Nilai Tobin's Q perusahaan yang rendah (antara 0 dan 1) mengindikasikan bahwa biaya ganti aktiva perusahaan lebih besar daripada nilai pasar perusahaan tersebut. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar menilai kurang perusahaan tersebut. Sedangkan jika nilai Tobin's Q suatu perusahaan tinggi (lebih dari 1), maka nilai perusahaan lebih besar daripada nilai aktiva perusahaan yang tercatat. Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat beberapa aktiva perusahaan yang tidak terukur atau tercatat.

Tobin's Q atau Q ratio merupakan suatu model yang berguna dalam pembuatan keputusan investasi. Perusahaan meningkatkan modal saham jika Q tinggi karena jika nilai Tobin's Q di atas satu maka perusahaan akan menghasilkan rate of return yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang dikeluarkan oleh biaya aktiva. Pengukuran kinerja dengan menggunakan Tobin's Q tidak hanya memberikan gambaran pada aspek fundamental saja, tetapi juga sejauh mana pasar menilai perusahaan dari berbagai aspek yang dilihat oleh pihak luar termasuk investor. Tobin's Q mewakili sejumlah variabel yang penting dalam pengukuran kinerja, antara lain aktiva tercatat perusahaan, kecenderungan pasar yang memadai seperti pandangan –pandangan analisis mengenai prospek perusahaan, dan variabel modal intelektual atau intangible asset. Secara khusus, Tobin's atau Q ratio sering digunakan sebagai alat pengukur nilai intangible asset atau modal intelektual suatu perusahaan seperti kekuatan monopoli, sistem



**C Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

**Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie**

manajerial dan peluang pertumbuhan. Karena adanya modal intelektual inilah suatu perusahaan sering dinilai lebih oleh pasar.

Nilai Tobin's Q atau Q ratio pada umumnya dapat dihitung dengan membagi nilai pasar suatu perusahaan (yang diukur dengan nilai pasar dari saham yang beredar dan utang) dengan biaya penggantian aktiva. Rumus dasar ini kemudian banyak dikembangkan lagi, diantaranya oleh Lindenberg dan Ross. Lindenberg dan Ross mengembangkan metode untuk mengukur Tobin's Q dengan mengabaikan variabel intangible asset. Rumus Tobin's Q ini kemudian menjadi:

$$Tobin's Q = \frac{\text{Market Value of The Firm}}{\text{Replacement Value of Assets}}$$
$$Tobin's Q = \frac{\text{Market Value (Equity + Debt + Preferred Stock)}}{\text{Replacement Value of Assets (Plant + Equipment + Inventories)}}$$

Analisis keuangan lain yang mengembangkan rumus Tobin's Q adalah Chung, Pruitt dalam Darmawati dan Khomsiyah (2003). Mereka mengembangkan rumus Tobin's Q karena pada kenyataannya biaya penggantian aktiva seringkali tidak tersedia dan sulit diperhitungkan. Oleh karena itu mereka menyamakan biaya penggantian aktiva dengan nilai buku aktiva sehingga rumus Tobin's Q menjadi:

$$Tobin's Q = ME + PS + DEBT / TA$$

Dimana:

ME = Jumlah saham biasa perusahaan yang beredar dikali dengan harga penutupan saham

PS = Nilai Likuidasi saham preferen perusahaan yang beredar.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.





$$\text{DEBT} = (\text{Total Utang} + \text{Persediaan} - \text{Aktiva Lancar})$$

$$\text{TA} = \text{Nilai buku total aktiva perusahaan}$$

Klapper dan Love dalam Darmawati dan Khomsiyah (2003) telah menyesuaikan rumus Tobin's Q dengan kondisi transaksi keuangan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Rumus tersebut sebagai berikut:

$$\text{Tobin's Q} = \text{ME} + \text{DEBT} / \text{TA}$$

## 2. Price Book Value (PBV)

Nilai perusahaan dapat diukur dengan Price book value (PBV). Price book value dapat diartikan sebagai hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku saham. Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh. Menurut Husnan (2000: 278) semakin tinggi *price book value*, maka akan semakin tinggi pula perusahaan dinilai oleh para investor.

*Price to book value* yang tinggi akan membuat pasar percaya bahwa prospek perusahaan ke depan akan semakin baik. Dalam realitasnya tidak semua perusahaan menginginkan harga saham tinggi (mahal), karena takut tidak laku dijual atau tidak menarik investor untuk membelinya. Hal ini dapat dibuktikan dengan adanya perusahaan-perusahaan yang go public di BEJ melakukan *stock split* (pemecahan saham) di bursa efek. Itulah sebabnya, harga saham harus dapat dibuat seoptimal mungkin. Artinya, harga saham tidak boleh terlalu tinggi (mahal) atau tidak boleh terlalu rendah (murah). Harga

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



**© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

saham yang terlalu murah dapat berdampak buruk pada citra perusahaan di pandangan para investor. Harga saham yang optimal dapat dicapai melalui penarikan kesimpulan dari serangkaian pengalaman perusahaan dalam menjual saham di bursa efek. Artinya, bila pasar sangat tertarik dengan saham yang diperdagangkan, maka perusahaan dapat menaikkan harga sahamnya, demikian juga sebaliknya.

*Price to book value* dapat diartikan sebagai hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku saham. Formula untuk menghitung *price to book value* ditunjukkan sebagai berikut (Gitman 2003: 67):

$$Price\ to\ book\ value = \frac{Harga\ Saham}{Nilai\ Buku\ Saham}$$

Di mana Nilai Buku Saham (*Book Value per Share*) dapat dihitung dengan formula:

$$Book\ value\ per\ share = \frac{Modal}{Jumlah\ Saham\ Biasa\ Beredar}$$

*Price to book value* merupakan rasio yang menunjukkan apakah harga saham yang diperdagangkan berada diatas (*overvalued*) atau dibawah (*undervalued*) nilai buku suatu aham. *Price to book value* menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, *price to book value* rasio dapat berguna untuk menentukan saham-saham apa saja yang mengalami *overvalued*, *undervalued*, atau wajar.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



*Price to book value* yang tinggi dapat mencerminkan tingkat kemakmuran para pemegang saham, di mana kemakmuran para pemegang saham merupakan tujuan dari setiap perusahaan didirikan. Keberadaan *price to book value* sangat penting bagi investor untuk menentukan strategi investasi. *Price to book value* dapat digunakan untuk menentukan strategi investasi yang dilakukan investor di pasar modal. Berdasarkan nilai PBV, investor dapat memprediksi saham-saham yang mengalami *undervalued* dan *overvalued*, sehingga dapat menentukan strategi investasi yang sesuai dengan harapan investor untuk memperoleh dividen dan *capital gain* yang tinggi.

## b) Pengukuran Nilai Perusahaan Melalui Pendekatan Akuntansi

Dalam pendekatan akuntansi ini, nilai perusahaan dapat diukur dengan *Return On Assets* (ROA), *Return On Equity* (ROE), dan juga dapat diukur dengan menggunakan Tobin's Q.

### 1) *Return On Assets* (ROA)

Menurut James (2005:50), rasio *Return On Asset* (R ini digunakan untuk mengukur pendapatan (laba) yang dihasilkan dari penggunaan aset (aktiva) usaha. Adapun rumus ROA menurut James (2005:51) adalah sebagai berikut :

$$\text{Return on Assets} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

Semakin tinggi rasio ini berarti perusahaan semakin efektif dalam memanfaatkan aktiva untuk menghasilkan laba bersih setelah pajak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



ROA berarti kinerja perusahaan semakin efektif, karena tingkat pengembalian akan semakin besar (James 2005:50). Hal ini selanjutnya akan meningkatkan daya tarik investor kepada perusahaan. Peningkatan daya tarik perusahaan menjadikan perusahaan tersebut makin diminati investor, karena dapat memberikan keuntungan (return) yang besar bagi investor. Dengan kata lain ROA akan berpengaruh terhadap return saham yang akan diterima oleh investor.

## 2) Return On Equity (ROE)

Menurut Agnes Sawir (2003:20), *return on equity* (ROE) memperlihatkan sejauh manakah perusahaan mengelola modal sendiri (*net worth*) secara efektif, untuk mengukur tingkat keuntungan dari investasi yang telah dilakukan pemilik modal sendiri atau pemegang saham perusahaan. Rasio ini juga digunakan untuk mengukur kemampuan dari modal sendiri untuk menghasilkan keuntungan bagi seluruh pemegang saham, baik saham biasa maupun saham preferen. Adapun rumus ROE adalah sebagai berikut :

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Modal}}$$

Semakin tinggi ROE ini, maka kinerja perusahaan semakin efektif. Peningkatan harga saham perusahaan akan memberikan keuntungan (return) yang tinggi pula bagi para investor. Hal ini selanjutnya akan meningkatkan daya tarik investor terhadap perusahaan. Peningkatan daya tarik ini menjadikan perusahaan tersebut makin diminati oleh investor, karena tingkat kembalikan akan semakin

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



besar. Dengan kata lain ROE akan berpengaruh terhadap return Saham yang akan diterima oleh investor.

**© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

**Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie**

## 7. Lingkungan Bisnis

### a) Pengertian Lingkungan Bisnis

Secara umum, lingkungan bisnis merupakan segala sesuatu yang terdapat diluar maupun di dalam organisasi. Dalam konteks manajemen strategik, lingkungan didefinisikan berdasarkan dekat dan jauhnya lingkungan dari organisasi atau langsung dan tidak langsungnya lingkungan mempengaruhi organisasi. Lingkungan yang paling dekat dengan organisasi atau disebut juga *task environment*, *industry environment* (Pearce & Robinson, 2000:71) merupakan lingkungan yang langsung mempengaruhi strategi, mencakup pesaing, pemasok, pelanggan dan serikat dagang. Selanjutnya lingkungan yang secara tidak langsung mempengaruhi strategi disebut *remote environment* (Pearce and Robinson, 2000:71). Pearce and Robinson (2000:71) membedakan lingkungan atas lingkungan jauh (*remote environment*), lingkungan industri dan lingkungan operasional. Sedangkan Wheleen and Hunger (2000:9) membedakannya atas lingkungan eksternal (*external environment*) dan lingkungan internal (*internal environment*).

Lingkungan bisnis merupakan lingkungan yang dihadapi organisasi dan harus dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan bisnis (perusahaan). Lingkungan bisnis dibedakan atas lingkungan internal (*internal environment*) dan lingkungan eksternal (*external environment*) Wheleen and Hunger (2000:8) :

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



## 1) Lingkungan Internal

Lingkungan internal terdiri dari struktur (*structure*), budaya (*culture*), sumber daya (*resources*) (Wheelen & Hunger, 2000; 10). Lingkungan internal perlu dianalisis untuk mengetahui kekuatan (*strength*) dan kelemahan (*weaknesses*) yang ada dalam perusahaan. Struktur adalah bagaimana perusahaan di organisasikan yang berkenaan dengan komunikasi, wewenang dan arus kerja. Struktur sering juga disebut rantai perintah dan digambarkan secara grafis dengan menggunakan bagan organisasi. Budaya merupakan pola keyakinan, pengharapan, dan nilai-nilai yang dibagikan oleh anggota organisasi. Norma-norma organisasi secara khusus memunculkan dan mendefinisikan perilaku yang dapat diterima anggota dari manajemen puncak sampai karyawan operatif. Sumber daya adalah aset yang merupakan bahan baku bagi produksi barang dan jasa organisasi. Aset ini dapat meliputi keahlian seseorang, kemampuan, dan bakat manajerial seperti aset keuangan dan fasilitas pabrik dalam wilayah fungsional.

Jika perusahaan dapat mengoptimalkan penggunaan sumberdaya tersebut maka, ketiga sumber daya diatas memberikan perusahaan *sustained competitive advantage*.

## 2) Lingkungan Eksternal

Lingkungan eksternal adalah lingkungan yang berada diluar organisasi dan perlu dianalisis untuk menentukan kesempatan (*opportunities*) dan ancaman (*threat*) yang akan dihadapi perusahaan.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Terdapat dua perspektif untuk mengkonseptualisasikan lingkungan eksternal.

Pertama, perspektif yang memandang lingkungan eksternal sebagai wahana yang menyediakan sumberdaya (*resources*) (Clark *et al.*, 1994: Tan & Litschert, 1994). Kedua perspektif yang memandang lingkungan eksternal sebagai sumber informasi. Perspektif pertama berdasar pada premis bahwa lingkungan eksternal merupakan wahana yang menyediakan sumber daya yang kritikal bagi kelangsungan hidup perusahaan (Tan & Litschert, 1994). Perspektif ini juga mengandung makna potensi eksternal dalam mengancam sumberdaya internal yang dimiliki perusahaan. Pemogokan, deregulasi, perubahan undang-undang, misalnya, berpotensi merusak sumberdaya internal yang dimiliki perusahaan (Clark *et al.*, 1994). Perspektif kedua mengaitkan informasi dengan ketidakpastian lingkungan (*environmental uncertainty*). Ketidakpastian lingkungan mengacu pada kondisi lingkungan eksternal yang sulit diramalkan perubahannya (Clark *et al.*, 1994). Hal ini berhubungan dengan kemampuan anggota organisasi dalam pengambilan keputusan (*decision making*) (Clark *et al.*, 1994).

#### b) Analisis Lingkungan Bisnis

Lingkungan bisnis yang dihadapi perusahaan perlu dianalisis, maksudnya adalah untuk mencoba mengidentifikasi peluang (*opportunities*) bisnis yang perlu dengan segera mendapat tanggapan dan perhatian eksekutif, dan disaat yang sama diarahkan untuk mengetahui ancaman (*threats*) bisnis yang perlu mendapatkan antisipasi. Untuk itu dalam analisis lingkungan bisnis, manajemen berusaha untuk

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



mengidentifikasi sejumlah variabel pokok yang berada diluar kendali perusahaan yang diperkirakan memiliki pengaruh nyata. Analisis lingkungan bisnis berusaha mengetahui implikasi manajerial (*managerial implications*) yang ditimbulkan baik langsung maupun tak langsung dari berbagai faktor eksternal yang telah diidentifikasi berpengaruh pada prospek perusahaan. Dengan ini diharapkan manajemen akan memiliki gambaran yang jelas dalam menyiapkan strategi bisnis yang diperlukan untuk mengantisipasi implikasi manajerial yang ditimbulkan oleh lingkungan bisnis.

Saat ini pengenalan lingkungan eksternal secara tepat semakin penting, karena (Siagian, 2001;63):

- Jumlah faktor yang berpengaruh tidak pernah konstan melainkan selalu berubah
- Intensitas dampaknya beraneka ragam
- Adanya faktor eksternal yang merupakan “kejutan” yang tidak dapat diperkirakan sebelumnya betapapun cermatnya analisis “SWOT” dilakukan
- Kondisi eksternal berada diluar kemampuan organisasi untuk mengendalikannya.

Teori manajemen mengatakan analisis lingkungan bisnis terdiri dari dua komponen pokok, yakni analisis lingkungan makro (*macro environment*) dan lingkungan industri (*competitive environment*). Lingkungan makro terdiri dari kekuatan ekonomi, kekuatan politik dan hukum, kekuatan teknologi dan kekuatan sosial dan budaya (Wheelen et.al., 2000:54).

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.





**© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

**Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie**

## Lingkungan Makro

Lingkungan makro disebut juga dengan lingkungan jauh (Pearce, 2000; 71). Lingkungan sosial termasuk kekuatan umum yang secara tidak langsung berhubungan dengan aktivitas organisasi jangka pendek tetapi dapat dan sering kali mempengaruhi keputusan jangka panjang.

Pearce (2000:71) membagi lingkungan sosial (jauh) atas 5 yaitu lingkungan ekonomi, lingkungan sosial, lingkungan politik, lingkungan teknologi, dan faktor ekologi. Istilah ekologi mengacu pada hubungan antara manusia dan makhluk hidup lainnya dengan udara, tanah, dan air yang mendukung kehidupan mereka. Wheelen, (2003;8) memasukan faktor ekologi dari Pearce sebagai bagian dari kekuatan sosial dan budaya. Menurutnya faktor ekologi yang merupakan bagian dari kekuatan sosial budaya karena dalam kekuatan sosial budaya sudah dipertimbangkan masalah ekologi.

## 8. Risiko Bisnis

Secara umum, setiap investor akan mempertimbangkan hubungan efek perusahaan dan risiko bisnis yang terkait dengan perusahaan sebelum memilih untuk berinvestasi dalam masa depan perusahaan. Meskipun ada unsur risiko bisnis yang terkait dengan operasi perusahaan, manajemen yang tepat akan menghasilkan dan menciptakan keseimbangan antara aset dan efek yang akan membuat tingkat risiko bisnis rendah sehingga menarik entitas investor untuk mempertimbangkan investasi dana dalam operasi perusahaan.

Risiko Bisnis secara sederhana dapat diartikan suatu keadaan atau faktor yang mungkin memiliki dampak negatif pada operasi atau profitabilitas

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



suatu perusahaan. Kadang-kadang disebut sebagai risiko perusahaan, risiko bisnis dapat menjadi hasil dari kondisi internal, serta beberapa faktor eksternal yang mungkin nyata dalam komunitas bisnis lebih luas.

Menurut Kamus Bisnis, risiko bisnis adalah probabilitas yang gagal dalam operasi organisasi dan lingkungan (seperti persaingan dan kondisi ekonomi yang buruk) yang dapat mengganggu kemampuan organisasi perusahaan untuk pengembalian investasi. Atau dengan kata lain adalah suatu keadaan tertentu yang dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan tersebut.

Risiko bisnis mengacu pada variabilitas keuntungan yang diharapkan sebelum bunga dan pajak (EBIT). Risiko bisnis merupakan akibat langsung dari keputusan investasi perusahaan, yang tercermin dalam struktur aktivitya. Struktur biaya terutama *leverage* operasi perusahaan, sifat permintaan produk, persaingan antar industri, prospek pertumbuhan, ukuran perusahaan, dan sebagainya mempengaruhi bentuk risiko bisnis. Penambahan hutang memperbesar volatilitas total arus kas atau risiko bisnis perusahaan, tetapi sekaligus juga memperbesar *ultimate returns* yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi karena memperbesar hutang cenderung menurunkan harga saham, akan tetapi meningkatnya *return* yang diharapkan karena menggunakan hutang secara optimal akan menaikkan harga saham.

Ada dua faktor dalam risiko bisnis yaitu faktor internal (dalam) dan eksternal (luar). Faktor luar memiliki kecenderungan yang lebih dominan. Salah satu risiko yang paling dominan adalah bahwa perubahan dalam permintaan untuk barang dan jasa yang dihasilkan oleh perusahaan. Jika perubahan itu positif, dan permintaan pasar mengalami peningkatan, maka risiko bisnis akan menurun. Sebaliknya, jika permintaan pasar menurun, baik karena persaingan

**C Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



bisnis atau perubahan kondisi ekonomi secara umum, maka faktor risiko untuk investor akan meningkat secara signifikan. Ketika faktor risiko perusahaan dianggap meningkat karena faktor luar yang berada di luar kendali dari perusahaan, maka kemungkinan untuk menarik investor baru sangat terbatas.

Faktor internal juga dapat mengakibatkan pengembangan risiko bisnis yang signifikan untuk investor. Misalnya jika penjualan lesu dapat dikaitkan dengan kegiatan pemasaran yang tidak efektif atau tenaga penjualan yang tidak berkinerja sesuai harapan, membuat perubahan dalam pendekatan pemasaran atau restrukturisasi usaha penjualan untuk meminimalkan persepsi risiko usaha pada pihak calon investor. Hal yang sama berlaku jika fasilitas manufaktur perusahaan tidak beroperasi secara efisien dan optimal. Pembenahan struktur operasional pabrik dan fasilitas akan menurunkan unsur risiko bisnis dan menghasilkan keuntungan yang lebih tinggi pada tingkat yang sama produksi dan penjualan, yang pada gilirannya akan membuat perusahaan lebih menarik bagi calon investor.

Agnes Sawir (2004:3) menjelaskan bahwa risiko bisnis berkaitan dengan ketidakpastian tingkat pengembalian atas aktiva suatu perusahaan di masa mendatang, yang mengacu pada variabilitas keuntungan yang diharapkan sebelum bunga dan pajak (EBIT).

Menurut Agnes Sawir (2004:3-4), risiko bisnis dipengaruhi oleh berbagai faktor, antara lain:

1. Variabilitas permintaan terhadap produk perusahaan.

Semakin stabil penjualan produk perusahaan, dengan asumsi hal-hal lain tetap (*ceteris paribus*), semakin kecil risiko bisnis.

2. Variabilitas harga jual.

### © Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Semakin mudah harga jual berubah, semakin besar risiko bisnis.

3. Variabilitas harga input.

Semakin tidak menentu biaya input, semakin besar risiko bisnis.

4. Kemampuan menyesuaikan harga jual bila ada perubahan biaya input.

Semakin besar kemampuan perusahaan menyesuaikan harga jual dengan perubahan biaya, semakin kecil risiko bisnis.

Tingkat penggunaan biaya tetap (*leverage* operasi). Semakin tinggi tingkat penggunaan biaya tetap, semakin besar risiko bisnis.

Adapun rumus dari risiko bisnis menurut Husnan (2007 :225-226)

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(\bar{X} - Xi)^2}{n}}$$

Keterangan

n = Jumlah Observasi

Xi = Nilai Observasi ke i

$\bar{X}$  = Nilai rata-rata atau *expected*

$\Sigma$  = Penjumlahan

## C Kerangka Pemikiran

### 1. Pengaruh Kebijakan Keuangan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

#### Menurut *Signalling Theory*

Penjelasan mengenai pengaruh kebijakan keuangan terhadap nilai perusahaan adalah sebagai berikut:

- a) Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan Menurut *Signaling Theory*

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Kebijakan hutang juga dapat dihubungkan dengan nilai perusahaan. Kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan tentang seberapa jauh sebuah perusahaan menggunakan pendanaan hutang.

Menurut teori signaling, perusahaan yang memiliki hutang semakin besar akan direspon positif oleh investor sehingga harga saham perusahaan meningkat. Perusahaan dengan hutang yang besar dapat dipakai manajer sebagai signal yang optimis bagi masa depan perusahaan. Para investor memandang perusahaan yang memiliki hutang sebagai perusahaan yang memiliki prospek yang baik dibandingkan dengan perusahaan yang tidak memiliki hutang. Sebagaimana dalam prinsip kebijakan hutang, bahwa perusahaan akan mencapai kinerja yang lebih baik apabila kebutuhan dana diperoleh dari hutang pada saat *Return on Asset* perusahaan lebih tinggi dari pada beban bunganya. Demikian pula sebaiknya, jika perusahaan memperoleh kebutuhan dananya dari hutang pada saat *Return on Asset* perusahaan lebih rendah daripada beban bunganya, maka kinerja perusahaan dapat dinilai kurang baik.

Namun beberapa fakta empiris menyatakan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Seperti penelitian yang telah dilakukan oleh Sri Sofyaningsih dan Pancawati Hadiningsih (2011) dalam judul struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan utang, dan nilai perusahaan. Hasil Penelitian mereka menyatakan bahwa kebijakan hutang tidak terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan. meneliti pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan hasil penelitian Hartini (2010) menemukan hutang secara parsial dan simultan

**C Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

**Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie**

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



memiliki pengaruh terhadap harga saham dengan menyimpulkan investor tidak melihat perusahaan dari faktor hutangnya.

b) Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Menurut *Signaling Theory*

Kebijakan dividen dapat dihubungkan dengan nilai perusahaan. Pengertian kebijakan dividen yang optimal (*optimal dividend policy*) adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham perusahaan, Fred J Weston dan Eugene F Brigham (2005:199).

Berdasarkan fakta empirik yang telah diteliti, Umi Mardiyati et. al (2012) menyatakan bahwa kebijakan dividen yang diprosikan dengan variabel *Dividend payout ratio* (DPR) secara parsial memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang diprosikan dengan PBV. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan karena menurut mereka rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham. Meningkatnya nilai dividen tidak selalu diikuti dengan meningkatnya nilai perusahaan. Karena nilai perusahaan ditentukan hanya oleh kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya. Setelah memasukkan variabel kontrol dalam model persamaan tidak membuat perbedaan yang signifikan pada arah koefisien kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hasil

© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



hipotesis menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dari perspektif teori sinyaling, manajer, sebagai orang dalam yang mempunyai jalur informasi monopolistik tentang arus kas perusahaan, akan memilih untuk menciptakan signaling yang jelas mengenai masa depan perusahaan apabila mereka mempunyai dorongan yang tepat untuk melakukannya. Ross (2010:594) membuktikan bahwa kenaikan pada dividen yang dibayarkan (atau dalam penggunaan hutang) dapat menimbulkan signaling yang jelas dan tidak ada duanya pada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan. Untuk membuat suatu signaling menjadi bermanfaat, ada 4 keadaan yang harus dipenuhi:

- Manajemen harus selalu mempunyai dorongan yang tepat untuk mengirimkan signaling yang jujur, meskipun beritanya buruk
- Signaling dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah ditiru oleh pesaingnya yang kurang sukses
- Signaling itu harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang dapat diamati (misalnya dividen yang lebih tinggi saat ini akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi pada masa mendatang)
- Tidak ada cara menekan biaya yang lebih efektif daripada mengirimkan signal yang sama.

Pendekatan dorongan signaling (*incentive signalling approach*) ini menunjukkan bahwa manajemen dapat memilih pengeluaran pembiayaan yang sesungguhnya seperti dividen (atau pembayaran hutang) sebagai alat untuk mengirimkan signaling yang nyata pada masyarakat mengenai hasil

**C Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

**Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie**

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkannya dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

kerja perusahaan pada masa mendatang. Signaling ini tidak dapat ditiru oleh perusahaan yang kurang berhasil karena perusahaan seperti ini tidak mempunyai arus kas yang cukup untuk mendukung kegiatan keinginan mereka dan karena manajer mempunyai dorongan yang tepat untuk mengatakan kebenaran.

## 2. Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Nilai Perusahaan Berdasarkan Contingency Theory

Risiko bisnis adalah suatu pilihan terhadap terjadinya kemungkinan kesulitan keuangan dan pada umumnya berpengaruh dengan leverage. Dalam suatu perusahaan, risiko bisnis akan meningkat jika perusahaan menggunakan hutang yang relatif lebih tinggi, dan hal ini juga akan meningkatkan kemungkinan kebangkrutan yang akan terjadi. Oleh karena itu, perusahaan dengan risiko yang tinggi seharusnya menggunakan hutang yang relatif lebih sedikit untuk menghindari kemungkinan kebangkrutan tersebut.

Dalam teori manajemen keuangan, ada trade-off antara risiko dan return. Jika risiko suatu investasi lebih tinggi, return yang diharapkan juga tinggi. Banyak para manajer mengetahui risiko sebagai pertimbangan dalam menilai dan mengambil keputusan investasi. Penilaian dan pemahaman tentang trade-off antara risiko dan return membentuk landasan untuk memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham.

Berdasarkan teori kontijensi, apabila perusahaan menentukan keputusan dan strategi pendanaan secara baik dan tepat, maka kelangsungan hidup perusahaan dimasa mendatang akan terlihat baik pula.

### © Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

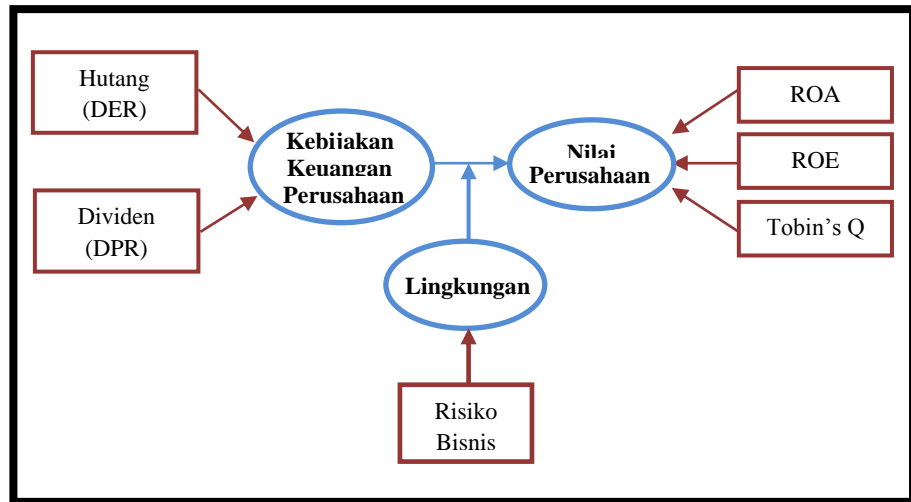
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

- a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Gambar 2.1

Kerangka Berpikir Model Penelitian



© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

D. Hipotesis

Berdasarkan batasan masalah yang di paparkan pada BAB I, dasar teori dan kerangka pemikiran di atas, maka disusunlah beberapa hipotesis untuk diteliti. Berikut ini akan dipaparkan terlebih dahulu mengenai hubungan antara variabel-variabel yang ada:

1. Pengaruh Kebijakan Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan

Dalam penelitian ini, kebijakan keuangan perusahaan dibagi menjadi dua, yakni kebijakan hutang dan kebijakan deviden.

Menurut Gitman (2008:36), dalam melakukan pengeluaran modal untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham/manajer maka diperlukan sumber dana untuk mendanai investasi tersebut, yang biasanya menggunakan hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Dwi Sukirni (2012) mengenai kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden dan kebijakan hutang analisis terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa,



kebijakan leverage berpengaruh secara positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Miller dan Modigliani yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan karena menurut mereka rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham. Meningkatnya nilai dividen tidak selalu diikuti dengan meningkatnya nilai perusahaan. Karena nilai perusahaan ditentukan hanya oleh kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan oleh Dwi Sukirni (2012) mengenai kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan hutang analisis terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa, kebijakan dividen juga berpengaruh secara positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Begitu juga yang diungkapkan oleh Umi Mardiyati et.al (2012), yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan pada penelitian yang telah dijabarkan diatas, kebijakan hutang dan kebijakan dividen yang merupakan bagian dari kebijakan keuangan perusahaan ini mempunyai pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

**Hipotesis 1 : Kebijakan keuangan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.**

2. Pengaruh Kebijakan Keuangan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan yang dimoderasi oleh Lingkungan Bisnis (Risiko Bisnis)

Dalam teori Modigliani dan Miller menyatakan bahwa struktur modal tidak relevan terhadap nilai perusahaan. Penggunaan hutang yang berlebih atau



penggunaan hutang pada tingkat tertentu dapat mengakibatkan nilai perusahaan menurun, karena penggunaan manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkan. Namun berdasarkan penelitian yang telah dilakukan oleh peneliti terdahulu, hasil yang diperoleh adalah bahwa risiko bisnis mampu memoderasi kebijakan keuangan perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Raphael dan Birger (1990) mengenai “*Why Do Firm Reduce Business Risk?*” atau “Mengapa perusahaan meminimalisasi risiko bisnis?” didapati bahwa risiko mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan, namun hubungan antara risiko bisnis terhadap nilai perusahaan ini adalah negatif.

**Hipotesis 2 : Risiko bisnis dalam memoderasi kebijakan keuangan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.**

**© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

**Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie**

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.