

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Pengertian Nilai Perusahaan

Dalam mengambil keputusan keuangan, manajer keuangan perlu menentukan tujuan yang harus dicapai. Keputusan keuangan yang tepat dapat memaksimalkan nilai perusahaan sehingga mampu meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan. Martono dan Harjito (2010) berpendapat bahwa “memaksimalkan nilai perusahaan disebut memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (*stakeholder wealth maximization*) yang dapat diartikan juga sebagai memaksimum harga saham biasa dari perusahaan (*maximizing the price of the firm's common stock*)”.

Nilai perusahaan (*corporate value*) yang direfleksikan dalam kondisi keuangan saja (*financial*). Tetapi tanggung jawab perusahaan harus berpijak pada *tripel bottom lines*. Dalam hal ini *bottom lines* lainnya selain keuangan adalah *social Peran Public Relations* dan membangun citra perusahaan melalui lingkungan. Keberlanjutan perusahaan hanya akan terjamin apabila perusahaan memperhatikan dimensi social dan lingkungan hidup. *Stakeholder Theory* memiliki hak untuk memperoleh informasi aktivitas perusahaan yang mempengaruhi mereka. Pada

awalnya, pemegang saham sebagai satu – satunya stakeholder perusahaan.tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemiliknya. Namun demikian, dengan pandangan ini dan memperluas definisi *stakeholder* dengan memasukan konstituen yang lebih banyak, termasuk kelompok yang tidak menguntungkan (*adversarial group*) seperti pihak yang memiliki kepentingan tertentu dan regulator (Hemastuti, 2014).

Nilai perusahaan dapat menunjukkan nilai asset yang dimiliki perusahaan seperti surat – surat berharga (Martono dan Harjito, 2010: 3). Surat berharga salah satunya adalah saham, karena tujuan manajemen keuangan adalah meningkatkan nilai perusahaan, dengan meningkatkan harga saham maka akan terjadi peningkatan kekayaan perusahaan itu sendiri. Nilai perusahaan tergantung pada karakteristik operasional dan keuangan dari perusahaan. Beberapa variabel kuantitatif yang sering digunakan untuk memperkirakan nilai perusahaan sebagai berikut (Keown *et al.*, 1996), yaitu:

- a. Nilai Buku. *Book Value per share* (BVS) digunakan untuk mengukur nilai Shareholders equity atas setiap saham. Nilai appraisal dari suatu perusahaan akan bermanfaat sewaktu digunakan dalam penghubungan dengan metode penilaian yang lain.

- b. Nilai pasar saham. Nilai pasar saham sebagaimana dinyatakan dalam pasar modal adalah pendekatan lain untuk memperkirakan nilai bersih dari suatu bisnis.
- c. Nilai “*Chop – shop*“ untuk mengidentifikasi perusahaan multi industry yang dibawah nilai akan bernilai lebih apabila dipisahkan menjadi bagian – bagian.
- d. Nilai arus kas. Pendekatan arus kas untuk penilaian dimaksudkan agar dapat mengestimasi arus kas bersih yang tersedia untuk perusahaan yang menawarkan sebagai hasil merger atau akuisisi.

2. Profitabilitas (ROE).

Fahmi (2014) Rasio profitabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktivitas normal bisnisnya. Perusahaan adalah sebuah organisasi yang beroperasi dengan tujuan menghasilkan keuntungan dengan cara menjual produk (barang dan /atau jasa) kepada para pelanggannya. *Agency Theory* mendeskripsikan hubungan antara pemegang saham sebagai principal dan manajemen sebagai agen. Manajer diberi kekuasaan oleh para pemilik perusahaan yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan, dimana hal ini menciptakan potensi konflik kepentingan yang dikenal sebagai *agency theory* (Brigham dan Houston, 2008). Pertentangan kepentingan antara pihak agen dan principal dan menimbulkan permasalahan dalam *agency theory* yang dikenal sebagai *asymmetric information*, yaitu manajemen

mempunyai informasi yang lebih banyak (tentang, prospek, resiko dan nilai perusahaan) (Husnan dan Enny, 2012).

Profitabilitas modal sendiri atau sering dinamakan rentabilitas usaha *Return On Equity* (ROE) adalah perbandingan antara jumlah laba yang tersedia bagi pemilik modal sendiri disatu pihak dengan jumlah modal sendiri yang menghasilkan laba tersebut dilain pihak atau dengan kata lain profitabilitas modal sendiri yang bekerja di dalamnya untuk menghasilkan keuntungan. (Suharli dan Bambang, 2010:290). Laba yang diperhitungkan untuk menghitung profitabilitas modal sendiri adalah laba usaha setelah dikurangi dengan modal asing dan pajak perseorangan atau *income tax* (EAT= *earning after tax*). Sedangkan modal yang diperhitungkan hanyalah modal sendiri yang bekerja dalam perusahaan. Mengukur profitabilitas modal sendiri. *Return On Equity* (ROE) merupakan suatu pengukuran dari penghasilan (income) yang tersedia bagi para pemilik perusahaan (bagi pemegang saham biasa maupun saham preferen) atas modal mereka investasikan didalam perusahaan. Secara umum tentu saja semakin tinggi return atau penghasilan yang di peroleh semakin baik kedudukan pemilik perusahaan. (Bambang Riyanto, 2010: 44)

Tujuan operasional dari sebagian besar perusahaan adalah untuk memaksimalkan profit, baik profit jangka pendek maupun profit jangka panjang. Manajemen dituntut untuk meningkatkan kesejahteraan karyawan. Ini semua hanya dapat terjadi apabila perusahaan memperoleh

laba dalam aktivitas bisnisnya. Rasio profitabilitas dikenal juga sebagai rasio rentabilitas. Disamping bertujuan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu, rasio ini juga bertujuan untuk mengukur tingkat efektifitas manajemen dalam menjalankan operasional perusahaan. (Suharli dan Megawati, 2010:239)

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu, rasio ini juga bertujuan untuk mengukur tingkat efektifitas manajemen dalam menjalankan operasional perusahaan. Rasio profitabilitas merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui semua kemampuan dan sumber daya yang dimilikinya, yaitu yang berasal dari kegiatan penjualan, penggunaan asset, maupun penggunaan modal. Rasio profitabilitas atau rasio rentabilitas dapat digunakan sebagai alat untuk mengukur tingkat efektivitas kinerja manajemen. Kinerja yang baik akan ditunjukkan lewat keberhasilan manajemen dalam menghasilkan laba yang maksimal bagi perusahaan. Pengukuran rasio profitabilitas dapat dilakukan dengan membandingkan antara berbagai komponen yang ada didalam laporan laba rugi dan atau neraca. Pengukuran dapat dilakukan untuk beberapa periode. Tujuannya adalah untuk memonitor dan mengevaluasi tingkat perkembangan profitabilitas perusahaan dari waktu ke waktu. Dengan melakukan analisis rasio keuangan secara berkala memungkinkan bagi manajemen untuk

secara efektif menetapkan langkah – langkah perbaikan dan efisiensi. Selain itu perbandingan juga dapat dilakukan terhadap target yang telah ditetapkan sebelumnya, atau bisa juga dibandingkan dengan standar rasio rata – rata industry. Kasmir (2015) menyatakan, jenis-jenis rasio profitabilitas yang dapat digunakan adalah:

a. *Profit Margin (Profit Margin on Sales)*

Merupakan salah satu yang digunakan untuk mengukur margin laba atas penjualan. Untuk mengukur rasio ini adalah dengan cara membanding antara laba bersih setelah pajak dengan penjualan bersih. Rasio ini dikenal dengan nama Profit Margin.

b. *Return on Investment (ROI)*

Merupakan rasio yang menunjukkan hasil (return) atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan. ROI juga merupakan suatu ukuran tentang efektifitas manajemen dalam mengelola investasinya.

c. *Return on Equity (ROE)*

Merupakan rasio modal sendiri, merupakan rasio untuk mengukur laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri. Rasio ini menunjukkan efisiensi penggunaan modal sendiri. Makin tinggi rasio ini, makin baik. Artinya, posisi pemilik perusahaan makin kuat,

d. *Laba Per Lembar Saham.*

Merupakan rasio untuk mengukur keberhasilan manajemen dalam mencapai keuntungan bagi pemegang saham. Rasio yang rendah berarti

manajemen belum berhasil untuk memuaskan pemegang saham, sebaliknya dengan rasio yang tinggi, maka kesejahteraan pemegang saham meningkat dengan pengertian lain, bahwa tingkat pengembalian yang tinggi.

3. Struktur Modal (DER)

Penggunaan asset atau dana dan untuk menggunakannya perusahaan harus membayar biaya tetap (Riyanto, 2010). Perusahaan yang menggunakan hutang mempunyai kewajiban atas bunga dan beban pokok pinjaman. Penggunaan hutang memiliki risiko cukup besar atas tidak terbayarnya hutang, sehingga penggunaan hutang, perlu memperhatikan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Perusahaan yang mempunyai rasio hutang yang terlalu tinggi akan menghadapi resiko kerugian yang lebih besar pada kondisi ekonomi yang buruk (Masa resesi), namun memiliki tingkat pengembalian yang lebih tinggi pada kondisi perekonomian yang normal.

Struktur modal didefinisikan sebagai keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan. Sumber pendanaan didalam suatu perusahaan dibagi menjadi dua kategori yaitu pendanaan eksterna dan pendanaan internal. Setiap perusahaan akan mengharapkan adanya struktur modal yang optimal, yaitu struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan meminimalkan biaya modal.

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditor (Irham Fahmi, 2012). Semakin tinggi rasio semakin rendah pendanaan perusahaan yang disediakan oleh pemegang saham. Dari perspektif kemampuan membayar jangka panjang, semakin rendah rasio akan semakin baik kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjang (Prastowo, 2015).

Debt to Equity Ratio (DER) menggambarkan perbandingan utang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal perusahaan sendiri untuk memenuhi seluruh kewajiban dan apabila semakin tinggi *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan semakin besar total hutang terhadap total ekuitas, juga akan menunjukkan semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap pihak luar sehingga tingkat resiko perusahaan semakin besar. Hal ini akan berdampak pada menurunnya harga saham di bursa sehingga keuntungan yang diperoleh (Prastowo 2015). Sehingga besar pembelanjaan perusahaan menggunakan modal dari para pemegang sahamnya maka semakin besar pula deviden yang harus dibagi.

Menurut Sari, Dkazuli, dan Aisjah (2013) *Pecking Order Theory* membuktikan bahwa rasio utang berhubungan terbalik dengan laba, perusahaan yang mampu menghasilkan laba lebih memilih penggunaan dan internal. Manajemen perusahaan diasumsikkan sudah memutuskan

berapa banyak laba yang diinvestasikan kembali dan memilih bauran utang – modalnya untuk mendanai investasi ini, keputusan untuk membayar dividen yang lebih besar berarti secara silmutan memutuskan untuk menahan sedikit laba dan akan menghasilkan ketergantungan yang lebih besar pada pendanaan eksternal. Sebaliknya dengan investasi dan keputusan pendanaan laba perusahaan pembayaran dividen yang kecil akan berarti penahanan laba yang tinggi dengan sedikit kebutuhan dan modal yang dihasilkan dari luar.

Pecking Order Theory, teori ini pertama kali dikenal oleh Donaldson pada tahun (1961) sedangkan penamaan *Pecking Order Theory* dilakukan oleh Myers (1984) pengamatannya menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai keuntungan yang tinggi ternyata cenderung menggunakan hutang yang lebih rendah (Hanafi,2008).

Theory Trade off, teori ini bersumsi bahwa ada hal hal yan membuat perusahaan tidak bisa menggunakan hutang sebanyak – banyaknya. Satu hal yang terpenting adalah dengan tingginya hutang, akan semakin tinggi tingkat kemungkinan kebangrutan. Struktur modal suatu perusahaan ditentukan dengan mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak ketika hutang meningkat di satu sisi dan meningkatnya *agency cost* (biaya agensi) ketika hutang meningkat pada sisi yang lain, ketika manfaat pengurangan pajak masih tinggi dibandingkan dengan meningkatnya *agency cost* maka perusahaan masih bisa meningkatkan hutangnya dan

peningkatan hutang harus dihentikan ketika pengurangan pajak atas tambahan hutang tersebut sudah lebih rendah dibandingkan dengan peningkatan *agency cost*. (Hanafi, 2008)

4. Likuiditas (CR)

Martono dan Harjito (2010) menyatakan bahwa likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan (finansial) jangka pendek atau yang segera dipenuhi. Sedangkan menurut Subramanyam (2010). Sedangkan menurut Subramanyam dan Wild (2010) Likuiditas mengacu pada ketersediaan sumber daya suatu perusahaan untuk memenuhi kebutuhan jangka pendek. Pentingnya likuiditas dapat dilihat dengan cara mempertimbangkan dampak yang berasal dari ketidakmampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban lancarnya akan mengarah pada penjualan investasi dan aset lainnya yang dipaksakan, dan kemungkinan mengarah pada kebangkrutan (Subramanyam dan Wild, 2010: 241). Namun apabila perusahaan mampu membayar hutangnya tepat waktu berarti perusahaan tersebut berada dikondisi yang likuid dan memiliki asset lancar yang lebih besar dari pada hutang lancar.

Fahmi, (2014) Rasio Likuiditas (*Liquidity ratio*) adalah kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya secara tepat waktu. Rasio Likuiditas ini dihitung melalui sumber informasi tentang modal kerja yaitu pos – pos aktiva lancar atau likuid. Rasio lancar

mengukur kemampuan perusahaan memenuhi utang jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancar. Contoh: membayar listrik, telepon, air PDAM, gaji karyawan dan sebagainya. Karena itu rasio likuiditas sering disebut dengan *Short term liquidity*. Rasio Likuiditas secara umum ada 2 yaitu *Current Ratio* dan *Quick Ratio (acid test ratio)*.

Rasio lancar (*Current Ratio*) adalah ukuran yang umum digunakan atau solvensi jangka pendek, kemampuan suatu perusahaan memenuhi kebutuhan hutang ketika jatuh tempo. Harus dipahami bahwa penggunaan *Current Ratio* dalam menganalisis laporan keuangan hanya mampu memberi analisa secara kasar, oleh karena itu perlu adanya dukungan analisis secara kualitatif secara lebih komprehensif. Menurut Sumbramanyam dan John J. Wild “ alasan digunakan rasio lancar secara luas sebagai ukuran likuiditas mencangkup kemampuannya untuk mengukur:

- a. Penyangga kerugian
- b. Cadangan dana Lancar

Menurut Rochmah dan Fitria (2017) *Signalling Theory* menyatakan pengeluaran investasi memberikan signal positif tentang pertumbuhan dimasa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indicator nilai perusahaan. Teori ini akan mengungkapkan bahwa investor dapat membedakan antara perusahaan yang memiliki nilai tinggi dengan perusahaan yang memiliki nilai rendah dengan mengobservasi

kepemilikan structural. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan berusaha meyakinkan investor dengan menunjukkan laba perusahaan yang tinggi yang berarti kemakmuran perusahaan bagus sehingga investor akan tertarik dan merespon positif dan harga saham perusahaan akan meningkat.

5. Kebijakan Dividen (DPR)

Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap aliran dana, Struktur Finansial, Likuiditas perusahaan dan perilaku investor. Dengan demikian kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan penting dalam kaitannya dengan usaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan yang dipengaruhi oleh keputusan investasi, struktur modal (keputusan pemenuhan kebutuhan dana) dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan tersebut saling berinteraksi satu sama lain, karena keputusan investasi dipengaruhi oleh tersedianya laba yang ditahan. (Sartono,)

1. Kebijakan Dividen dipengaruhi oleh berbagai pertimbangan seperti likuiditas, prospek pendapatan, pajak, kondisi lingkungan ekonomi, preferensi pemegang saham dan kesempatan investasi yang ada:

- a. Prosedur pembayaran dividen

Perusahaan mengumumkan tanggal pembayaran dividend an besarnya dividen per lembar saham. Pemindahan bukuan atau pengalihan ha katas saham ditutup pada saat

pembayaran dividen. Jika pemindahan hak dilakukan sebelum pembayaran dividen. Perusahaan mengirimkan cek kepada pemegang saham pada tanggal pembayaran.

b. Peraturan yang mempengaruhi kebijakan dividen

Dividen harus dibayarkan dari laba ditahan saat ini atau periode yang lalu. Selain itu dividen tidak dapat dibayarkan dari modal saham. Pembayaran dividen tidak dapat dilakukan apabila perusahaan dalam keadaan insolvency.

2. Dalam kerangka peraturan tersebut factor – factor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah:

a. Posisi kas atau likuiditas perusahaan mempengaruhi kemampuan perusahaan membayar dividen. Bagi perusahaan yang memiliki laba ditahan yang cukup, tetapi manajemen memutuskan untuk menginvestasikan ke dalam aktiva riil, maka perusahaan tidak dapat membayar dividen dalam bentuk kas.

b. Kebutuhan pembayaran kembali utang perusahaan juga berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Adanya batasan dalam perjanjian pinjaman kepada kreditur, seperti misalnya pembayaran dividen hanya dapat dilakukan setelah laba yang tersedia bagi pemegang saham dikurangi dengan angsuran pinjaman

atau apabila modal kerja mencapai tingkat tertentu. Disamping itu persetujuan pemegang saham preferen dimana menuntut hak pembayaran dividen sebelum pembayaran kepada pemegang saham.

- c. Tingkat ekspansi yang tinggi memerlukan dana yang besar, sehingga laba yang diperoleh lebih baik ditahan. Stabilitas earning memungkinkan perusahaan untuk mempertahankan payout ratio yang tinggi.
- d. Akses perusahaan di pasar modal juga berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Aksesibilitas perusahaan ini dipengaruhi oleh usia dan skala perusahaan, bagi perusahaan yang sudah mapan lebih mudah mempertahankan *payout ratio* yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang kecil.
- e. Posisi pemegang saham dalam kelompok pajak juga berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan perusahaan oleh investor yang kecil cenderung untuk memiliki payout yang tinggi. Sedangkan kepemilikan perusahaan pemegang saham yang termasuk dalam kelompok pembayaran pajak besar akan lebih menyukai untuk mempertahankan *payout ratio* yang rendah. Lebih lanjut posisi pembayaran pajak perusahaan berpengaruh pula terhadap kebijakan dividen. Kemungkinan adanya peneliti

atas kelebihan akumulasi laba ditahan mungkin akan mendorong untuk memilih payout yang lebih tinggi.

3. Alternatif kebijakan dividen.

a. Pembayaran dividen yang stabil

Perusahaan yang menganut kebijakan untuk membayarkan dividen perlembar saham dalam jumlah yang stabil cenderung untuk memiliki payout ratio yang rendah pada saat profit tinggi dan memiliki payout ratio yang tinggi pada saat profit mengalami penurunan. Alasan untuk memberikan dividen yang stabil dengan cara membiarkan payout ratio berfluktuasi adalah agar harga pasar saham lebih tinggi. Hal ini mudah dipahami karena:

1. Dividen yang berfluktuasi lebih beresiko daripada dividen yang stabil, oleh karena itu tingkat discount rate yang lebih rendah akan diterapkan pada dividen yang stabil sehingga nilai saham lebih tinggi.
2. Pemegang saham yang mengharapkan pendapatan dari penerimaan dividen akan lebih suka untuk menerima dividen dalam jumlah yang stabil (dividen minimum) dan mengharapkan adanya premium atas saham itu.
3. Persyaratan listing surat berharga mensyaratkan dividen yang stabil dan tidak terputus.

b. Payout Ratio yang konstan.

Beberapa perusahaan memilih untuk mempertahankan persentase payout atas laba yang konstan. Dengan demikian apabila laba yang diperoleh berfluktuasi maka dividen yang dibayarkan juga akan berfluktuasi. Kebijakan ini cenderung tidak akan memaksimumkan nilai saham perusahaan.

c. Pembayaran dividen regular yang rendah disertai pembayaran ekstra. Kebijakan yang ketiga merupakan kebijakan moderat yaitu merupakan kompromi atas dua kebijakan tersebut yang lebih fleksibel.

4. Teori Kebijakan Dividen.

Secara teoritis perubahan dalam kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Untuk menjelaskan perlu dilihat kebijakan dividen dalam kondisi tidak ada pajak.

a. Kebijakan Dividen bila ada pajak

1. Asumsi kebijakan dividen bila ada pajak adalah:

- (i) Terdapat dua perusahaan yang identic dalam semua aspek kecuali terhadap pembayaran dividen saat ini, dividen dimasa datang sama untuk kedua perusahaan tersebut.

- (ii) Tidak ada utang dalam struktur modalnya dengan demikian tidak ada bunga
- (iii) Kebijakan investasi tidak dipengaruhi oleh tingkat *dividen payout*
- (iv) Tidak ada biaya transaksi.

2. Laporan sumber dan penggunaan modal untuk kedua perusahaan menggambarkan *dividen payout* tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Sumber dana eksternal (penjualan saham) dan penggunaan dana (pembelian kembali saham) memungkinkan perusahaan untuk meneruskan program investasi yang sama tanpa memperhatikan tingkat *dividen payout*.

3. tanpa pajak, pemegang saham akan *indifferent* untuk menerima pembayaran dividen dalam bentuk kas atau *capital gain* jika laba tersebut ditahan untuk diinvestasikan.

b. Kebijakan dividen dalam kondisi ada pajak.

1. Kita membuat asumsi yang sama seperti dalam kebijakan dividen bila tidak ada pajak yang berbeda yang harus dipertimbangkan yaitu:

- (i) $T_C = \text{Pajak Perusahaan.}$

- (ii) T_p = Tingkat pajak penghasilan perseorangan dari pendapatan obligasi, dividend an upah,
- (iii) T_g = tariff pajak atas capital agains.

2. Jika T_p lebih besar daripada T_g dalam kasus yang terjadi secara umum, maka pemegang saham akan lebih suka kebijakan tanpa pembayaran dividen. Pendapatan dividen dapat dinetralkan melalui kombinasi meminjam dan investasi bebas resiko sehingga membuat *indifferent* bagi pemegang saham untuk menerima dividen atau capital again. Dalam praktik kegunaan startegi semacam ini dibatasi oleh peraturan dan biaya transaksi.

5. Kebijakan Dividen yang optimal.

a. Kebijakan dividen yang optimal mensyaratkan bahwa pembayaran dividen memberikan keuntungan sebesar biayanya. Pembayaran dividen dapat mengurangi biaya perantara.

1. Selain itu pemegang saham harus selalu memonitor prestasi manajer perusahaan
2. *Dividen payout* yang lebih tinggi akan menaikkan profitabilitas perusahaan dengan konsekuensi bahwa perusahaan harus mencari dana eksternal

3. Apabila perusahaan menggunakan sumber eksternal, maka manajemen perusahaan menjalankan perusahaan didalam pasar modal sehingga biaya *monitoring performance* dapat dilahirkan dipasar modal.

b. Biaya pembelanjaan eksternal yang lebih tinggi dari hasil kebijakan *dividen payout* yang berbeda akan tergantung atas karakteristik perusahaan.

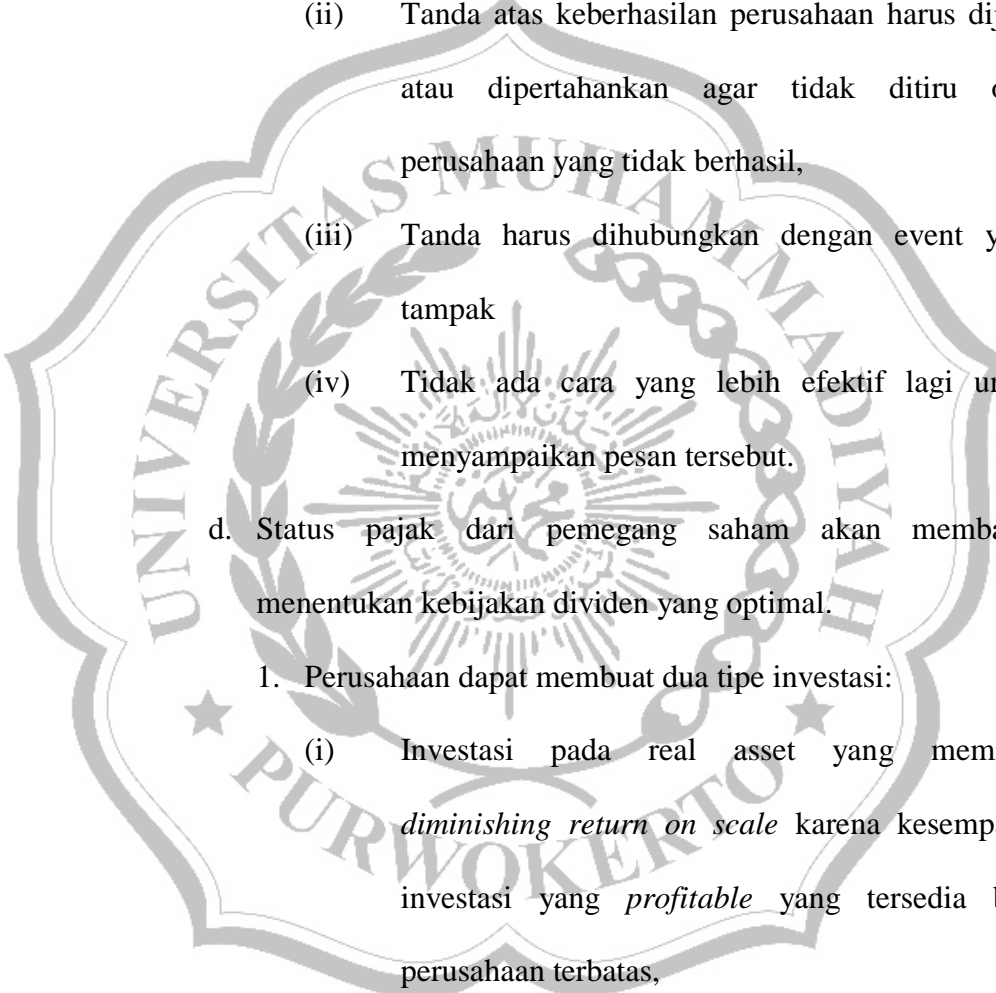
1. Perusahaan yang aliran kasnya lebih berfluktuasi (beta yang lebih tinggi) akan memiliki *payout ratio* yang lebih rendah untuk menghindari pembelanjaan eksternal dalam tahun yang buruk.

2. Perusahaan yang tumbuh akan memiliki *payout ratio* yang rendah agar dapat membiayai kesempatan untuk investasi dengan pembelanjaan internal yang lebih mahal.

c. Dividen juga bermanfaat sebagai tanda untuk mengirim informasi. Manajer memiliki akses monopoli informasi atas proyek perusahaan.

1. Kenaikan dalam tingkat dividen memberikan tanda kepercayaan manajemen bahwa aliran kas dimasa datang akan cukup menopang tingkat dividen yang lebih tinggi.

2. Sesuatu yang baik memenuhi empat kondisi yaitu:

- 
- (i) Manajer harus memperoleh insentif untuk mengirimkan tanda yang dapat dipercaya dan sebaliknya jika informasi tersebut jelek,
 - (ii) Tanda atas keberhasilan perusahaan harus dijaga atau dipertahankan agar tidak ditiru oleh perusahaan yang tidak berhasil,
 - (iii) Tanda harus dihubungkan dengan event yang tampak
 - (iv) Tidak ada cara yang lebih efektif lagi untuk menyampaikan pesan tersebut.
- d. Status pajak dari pemegang saham akan membantu menentukan kebijakan dividen yang optimal.
1. Perusahaan dapat membuat dua tipe investasi:
 - (i) Investasi pada real asset yang memiliki *diminishing return on scale* karena kesempatan investasi yang *profitable* yang tersedia bagi perusahaan terbatas,
 - (ii) Investasi pada surat berharga atau *financial asset* perusahaan lain yang memiliki *constant return to scale* karena hampir 85% penerimaan dividen adalah bukan *taxable*

2. Pendapatan setelah pajak pemegang saham secara individual tergantung atas *tax brackets* pemegang saham tersebut. Besarnya penerimaan pembayaran sebagai dividen adalah sebesar $r_b(1-T_c)(1-T_d)$ di mana r_b laba sebelum pajak perusahaan, T_c adalah tariff pajak perusahaan dan T_d adalah tariff pajak perusahaan dan T_d adalah tarif pajak pendapatan atas dividen.
3. Jika laba yang diperoleh ditahan, pemegang saham akan menerima pendapatan sebelum pajak yang lebih rendah.
6. *Stock dividen* dan *stock split*:
 - a. Terdapat beberapa perbedaan antara *stock dividen* dan *stock split*.
 1. *Stok dividen* adalah hanya merupakan pemindahbukuan saja dari rekening laba yang ditahan ke dalam rekening modal saham. *Stock dividen* merupakan pembayaran dividen dengan saham.
 2. *Stock split* merupakan pemecahan nilai saham kedalam nilai nominal yang lebih kecil sehingga jumlah lembar saham yang beredar meningkat.
 - b. Adapun persamaan antara *stock dividen* dan *stock split*:
 1. Tidak ada pendistribusian kas dalam kedua bentuk tersebut

2. Keduanya mengakibatkan jumlah lembar saham yang beredar meningkat
3. Total modal sendiri (*net worth*) tidak mengalami perubahan, tetapi hanya komposisinya saja.

Halim, (2015) Kebijakan Dividen adalah penentuan tentang berapa besarnya laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, dan akan ditahan di perusahaan dalam bentuk laba ditahan yang dimaksud dengan kebijakan deviden adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai deviden atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa datang. Sampai saat ini terdapat kontroversi tentang kebijakan dividen, yaitu:

1. Dividen dibayarkan sebesar – besarnya.
2. Dividen dibayarkan sekecil – kecilnya
3. Dividen dibayarkan setelah semua kesempatan investasi yang memenuhi persyaratan dibelanjai.

Dividen dapat digunakan untuk mengurangi agency problem dalam perusahaan (Shubiri *et al.*, 2012). Jika perusahaan mampu meningkatkan pembayarandividen karena peningkatan laba, maka harga saham akan naik. Jadi, kenaikan harga saham tersebut pada dasarnya adalah sebagai akibat dari kenaikan dari laba. Pemberian dividen kemungkinan hanya

apabila perusahaan memperoleh keuntungan, namun tidak menutup kemungkinan perusahaan tetap membagi dividen meskipun perusahaan menderita kerugian. *Bird in the hand theory* menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimalkan dengan menentukan rasio pembagian dividen yang tinggi (Atmaja, 2008).

Brigham dan Houston (2001: 66) dalam Mahendra (2011) menelaah tiga teori Preferensi Investor:

1. Teori Ketidakrelevanan Dividen

Pendukung utama teori ketidak relevan dividen (irrelevance Theory) ini adalah: nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya, dengan kata lain nilai suatu perusahaan tergantung semata – mata pada pendapatan yang dihasilkan aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi diantara dividen yang tinggi.

2. Teori “bird-in-the-hand”

Pandangan MM untuk teori yang menyatakan bahwa nilai perusahaan memaksimalkan dengan menentukan rasio pembagian dividen yang tinggi.

3. Teori Preferensi Pajak

4. Ada 3 alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor mungkin lebih menyukai pembagian dividen yang rendah dari pada yang tinggi, yaitu:

- a) Tarif pajak untuk pendapatan dividen yang tinggi bila dibandingkan dengan tarif pajak untuk keuntungan modal membuat investor yang kaya (yang memiliki sebagian besar saham dan menerima sebagian besar dividen yang dibayarkan) mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba kedalam perusahaan.
- b) Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual karena adanya efek nilai waktu
- c) Selebar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang.

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Ada beberapa penelitian – penelitian terdahulu yang digunakan sebagai bahan referensi dalam penelitian ini yang berhubungan dengan variabel penelitian antara lain profitabilitas (ROE), Likuiditas (CR), Kebijakan Dividen (DPR), Nilai Perusahaan (PBV).

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

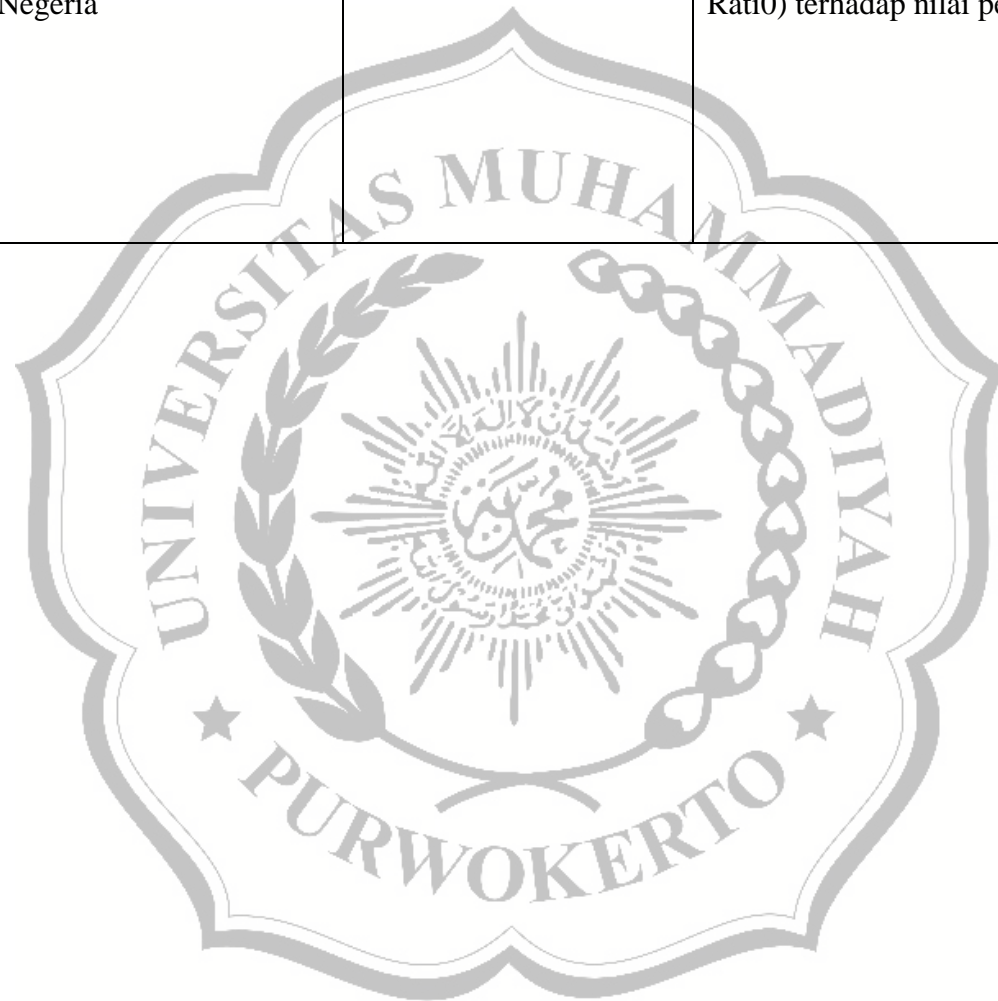
No.	Nama Penelitian	Judul Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
1.	Rochmah, Siti dan Fitriya, Astria. 2017 <i>Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi</i> , 6(3): 998-1017	Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan: kebijakan dividen sebagai variabel moderating.	Variabel Dependen: Likuiditas, Leverage, Profitabilitas Variabel Independen: Nilai Perusahaan. Variabel Moderasi: Kebijakan Dividen	Hasil penelitian: 1. Likuiditas berpengaruh terhadap nilai Perusahaan. 2. Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. 3. Leverage berpengaruh terhadap nilai perusahaan 4. Kebijakan Dividen mampu memoderasi pengaruh Likuiditas terhadap nilai perusahaan. 5. Kebijakan Dividen mampu memoderasi pengaruh Profitabilitas terhadap nilai perusahaan 6. Kebijakan Dividen mampu memoderasi pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan.
2.	Mayarina, Nana dan Mildawati,	Pengaruh Rasio Keuangan dan FCF	Variabel Independen: Nilai Perusahaan	Hasil penelitian: 1. Profitabilitas berpengaruh terhadap

	<p>Titik. 2017.</p> <p><i>Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi</i>, 6(2): 576-596</p>	<p>Terhadap Perusahaan: Dividen Pemoderasi</p> <p>Nilai Kebijakan sebagai</p>	<p>Variabel Dependen: Profitabilitas, Likuiditas, FCF, Leverage.</p> <p>Variabel Moderasi: Kebijakan dividen.</p>	<p>nilai perusahaan.</p> <ol style="list-style-type: none"> 2. Leverage berpengaruh terhadap nilai perusahaan 3. Likuiditas berpengaruh terhadap nilai perusahaan 4. Free Cash Flow tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, 5. Kebijakan Dividen mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. 6. Kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh Leverage terhadap nilai perusahaan, 7. Kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh Likuiditas terhadap nilai perusahaan.
<p>3.</p>	<p>Sundari, T.W dan W. Utami. 2013.</p> <p><i>Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi Vol 6, No. 3, maret 2017</i></p>	<p>Pengaruh Keuangan Terhadap Perusahaan Kebijakan sebagai pemoderasi</p> <p>Kinerja Terhadap Nilai dengan Dividen</p>	<p>Variabel Independen: Modal Kualitas Asset, Rentabilitas dan Likuiditas</p> <p>Variabel Dependen: Nilai Perusahaan</p> <p>Variabel Moderasi : Kebijakan Dividen.</p>	<p>Hasil penelitian:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Car tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, namun CAR dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan DPR sebagai moderasi. 2. NPL berpengaruh terhadap Nilai perusahaan, NPL juga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan DPR sebagai Variabel Moderasi. 3. ROE berpengaruh terhadap nilai perusahaan, namun ROE berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan DPR

				<p>sebagai moderasi.</p> <p>4. LDR tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan namun NPL berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan DPR sebagai moderasi.</p>
4.	Sitepu dan Wibisono. 2013.	Pengaruh Kebijakan Dividen, Leverage dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan.	<p>Kebijakan Dividen, Kebijakan Leverage, dan profitabilitas</p> <p>Variabel dependen: Nilai Perusahaan.</p>	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Kebijakan Dividen (DPR) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). 2. Kebijakan leverage (<i>Debt Ratio</i>) berpengaruh terhadap nilai perusahaan (PBV). 3. Profitabilitas (ROE) berpengaruh terhadap nilai perusahaan (PBV).
5.	Prasetia, dkk. (2014). Jurnal EMBA Vol.3 No.1 Maret 2015	Pengaruh Struktur Modal (DER), ukuran perusahaan (<i>Total Asset</i>), Risiko Perusahaan (<i>Beta</i>), terhadap nilai Perusahaan (PBV) pada perusahaan Otomotif yang terdaftar di BEI periode 2009 – 2012.	Struktur Modal (DER), Ukuran perusahaan (<i>Total Asset</i>), Risiko Perusahaan (<i>Beta</i>)	Hasil penelitian menunjukkan bahwa: secara simultan seluruh variabel independen dalam penelitian ini berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Struktur modal mempunyai tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, ukuran perusahaan, mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan, risiko perusahaan mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan.
6.	Moniaga, 2013 Jurnal EMBA Vol.3 No.1	Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Struktur Biaya berpengaruh terhadap	Struktur Modal, Profitabilitas dan Struktur Biaya	Hasil penelitian menunjukkan struktur modal, profitabilitas, dan struktur biaya berpengaruh secara bersama terhadap nilai perusahaan, struktur modal berpengaruh terhadap nilai

	Maret 2015	Nilai Perusahaan pada Industri Keramik, porselen dan Kaca di Bursa Efek Indonesia Periode 2007 – 2011		perusahaan, sedangkan profitabilitas dan struktur biaya tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
7.	Nasehah, 2012 Jurnal EMBA Vol. 2 No. 2 Maret 2014	Analisis Pengaruh ROE, DER, DPR, Growth, dan <i>Firm Size</i> terhadap <i>Price to Book Value</i> pada perusahaan Manufaktur yang Listed di BEI periode Tahun 2007 – 2010.	ROE, DER, DPR, Growth, dan Firm Size	Hasil penelitian menunjukkan <i>Return on Equity, Debt to Equity Ratio, growth</i> dan <i>firm size</i> secara bersama sama berpengaruh terhadap <i>price to book value</i> , sedangkan secara individu <i>return on equity</i> dan <i>dividen payout ratio</i> berhubungan positif dan signifikan terhadap <i>price to book value</i> sedangkan <i>debt to equity ratio, growth</i> dan <i>firm size</i> tidak signifikan terhadap <i>price to book value</i> .
8.	Hermuningsih, 2012. Vol. 16, No. 2. Tahun 2016	Pengaruh Profitabilitas, <i>size</i> Terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening.	Profitabilitas, <i>size</i>	Menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur modal, <i>size</i> mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur modal, dan struktur modal mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
9.	Fibriyanto dkk, 2015 Vol. 16, No. 2. Tahun 2016	Analisis Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Property And Real Estate yang Listing di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009 – 2011	Struktur Modal	Menunjukkan bahwa beberapa variabel yang mempengaruhi nilai perusahaan yaitu struktur aktiva, profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan secara silmutan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
10.	Uwigbe, Uwalomwa et al.	Dividend Policy and Firm Performance: A	Dividend Policy and Firm Performance	Menunjukkan bahwa Kebijakan Dividen mampu memoderasi pengaruh kinerja

<p>2012</p> <p>Accounting and Managemen Information and Firm Systems. Vol 11 (3), pp. 442 – 453</p>	<p>study of Listed Firm In Negeria</p>		<p>Keuangan (Current Rasio dan Debt To Equity Rati0) terhadap nilai perusahaan.</p>
---	--	--	---



C. Kerangka Pemikiran

1. Pengaruh Struktur Modal (DER) Terhadap Nilai Perusahaan (PBV).

Hardian (2015) menyatakan bahwa DER berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena perusahaan sampel sebagian besar memiliki modal yang kuat, sehingga besarnya hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan perusahaan lebih menyukai modal sendiri dalam berinvestasi dibandingkan dengan menerbitkan saham – saham baru, yang diyakini manajemen efisiensi.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Muhammad (2016) dan Mahendra et al. (2012) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2. Pengaruh Profitabilitas (ROE) terhadap Nilai Perusahaan (PBV).

Mayogi (2016) menyatakan bahwa Profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi ROE maka semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan akan membuat profitabilitas perusahaan tinggi. Profitabilitas yang tinggi akan memberikan sinyal positif bagi investor bahwa perusahaan berada dalam kondisi yang menguntungkan. Hal ini menjadi daya Tarik investor untuk memiliki saham perusahaan.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Muhammad (2016) yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh signifikan

terhadap nilai perusahaan. Dan Hermuningsih (2012) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

3. Pengaruh Likuiditas (CR) Terhadap Nilai Perusahaan (PBV).

Putra dan Lestari (2016) menyatakan Likuiditas berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa dengan *Current Ratio* yang semakin tinggi maka nilai perusahaan juga semakin meningkat, dimana variabel *debt to equity ratio* dan kebijakan dividen diasumsikan tetap. Salah satu variabel yang mendorong menguatnya *price to book value* adalah likuiditas perusahaan yang diukur dengan CR sehingga mampu memenuhi kewajiban lancarnya, sehingga investor tertarik dengan melihat likuiditas.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kurnia (2015) yang menyatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Muhammad (2016) dan Qodir, Suseno (2016) yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

4. Pengaruh Struktur Modal (DER) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) dengan Kebijakan Dividen (DPR) sebagai Variabel Moderasi.

Menurut Sari dan Supriyanto(2014) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen (DPR) tidak mampu secara signifikan memoderasi pengaruh DER terhadap nilai perusahaan karena beberapa kemungkinan yang mungkin dapat menjelaskan hasil tersebut yaitu,

besar kecilnya suatu dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tidak terlalu berdampak dengan tinggi rendahnya nilai suatu perusahaan.

Hasil penelitian ini di dukung oleh penelitian Mahendra et al (2012) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mampu secara signifikan memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Dan bertentangan dengan Muhammad (2016) menyatakan bahwa kebijakan dividen memoderasi terhadap pada pengaruh struktur modal (DER) terhadap nilai perusahaan.

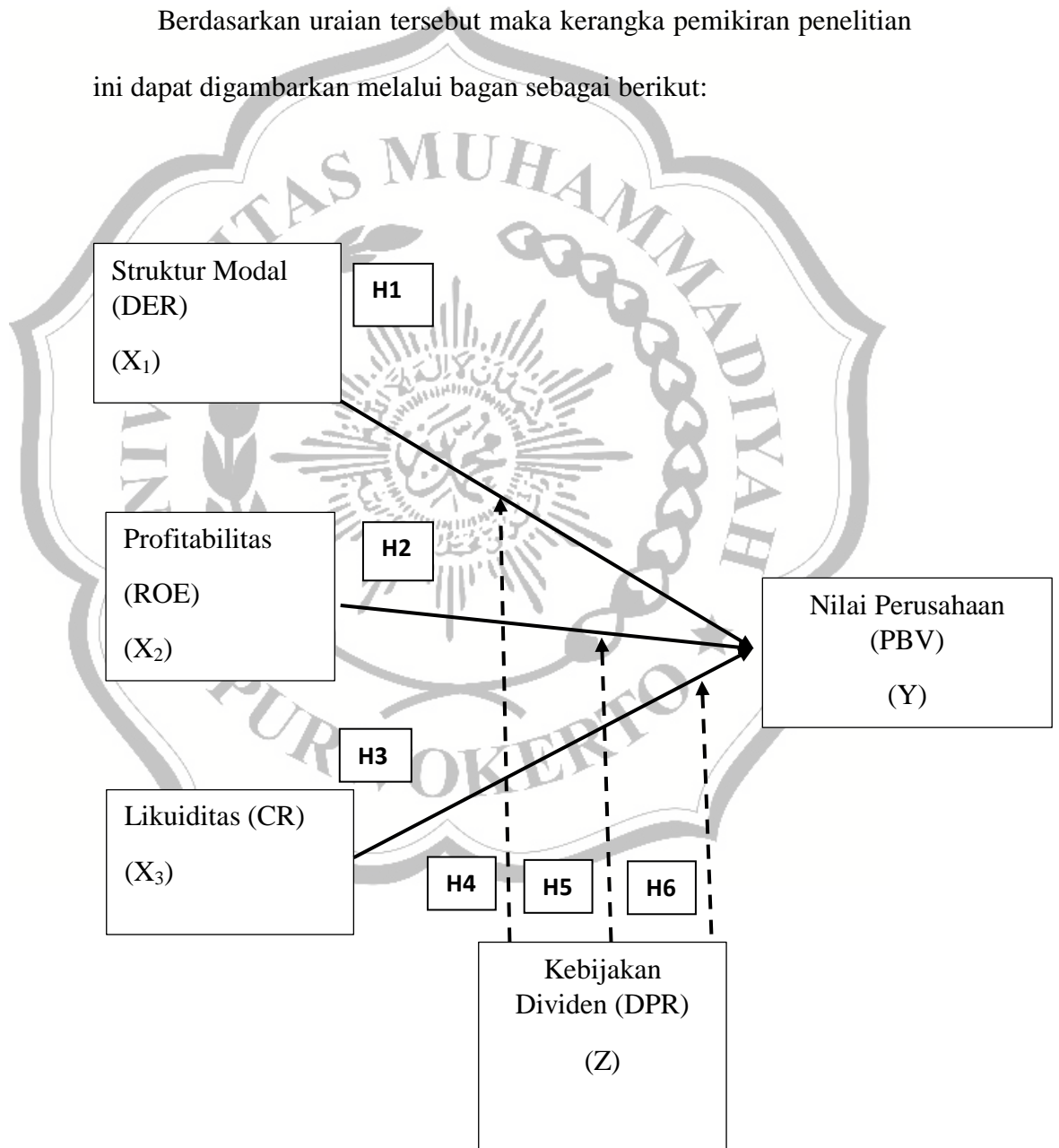
5. Pengaruh Likuiditas (CR) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) dengan Kebijakan Dividen (DPR) sebagai Variabel Moderasi.

Sundari dan Utami (2013) menyatakan kebijakan dividen mampu secara signifikan memoderasi pengaruh likuiditas (CR) terhadap nilai perusahaan. Hal ini karena adanya likuiditas yang dinilai dari arus kas bebas perusahaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Arus kas bebas mencerminkan kinerja manajemen keuangandalam mengambil keputusan keuangan. Nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham apabila perusahaan memiliki kas yang benar – benar bebas, yang dapat dibagikan kepada pemilik saham sebagai dividen.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Muhammad (2016) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen

memoderasi positif pada pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan. Dan bertentangan bahwa penelitian yang dilakukan Mahendra et.al (2012) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut maka kerangka pemikiran penelitian ini dapat digambarkan melalui bagan sebagai berikut:



D. Hipotesis

Berdasarkan telaah pustaka dan pengembangan model penelitian, maka dalam

- H1 : Struktur Modal (DER) berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan
- H2 : Profitabilitas (ROE) berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan
- H3 : Likuiditas (CR) berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.
- H4 : Kebijakan Dividen (DPR) memoderasi pengaruh Struktur Modal (DER) terhadap Nilai Perusahaan
- H5 : Kebijakan Dividen (DPR) memoderasi pengaruh Profitabilitas (ROE) terhadap Nilai Perusahaan
- H6 : Kebijakan Dividen (DPR) memoderasi pengaruh Likuiditas (CR) terhadap Nilai Perusahaan.

