

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian ini dilakukan oleh peneliti terdahulu terkait masalah struktur modal, profitabilitas, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan di sektor *real estate dan property*. Berikut ini akan diuraikan perbedaan dan persamaan penelitian terdahulu yang mendukung penuh penelitian ini, antara lain sebagai berikut :

1. **Sri Hermuningsih (2013)**

Penelitian ini berjudul “Pengaruh Profitabilitas, *Growth Opportunity*, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia.” Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 150 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2006-2010, teknik pengambilan sampel menggunakan metode *Purposive Sampling*. Teknik analisis menggunakan *Structural Equation Model* (SEM), sehingga hasil penelitian tersebut ialah Profitabilitas, *Growth Opportunity*, dan Struktur Modal berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan. **Di dalam penelitian ini, terdapat beberapa persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang, yaitu:**

- a. Terdapat 2 variabel bebas yang sama yaitu profitabilitas dan struktur modal.
- b. Terdapat 1 variabel terikat yang sama yaitu nilai perusahaan.

- c. Populasi dalam penelitian ini juga menggunakan data dari Bursa Efek Indonesia (BEI)

Perbedaan dari segi penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang, yaitu :

- a. Perusahaan penelitian terdahulu meneliti 150 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sedangkan penelitian saat ini meneliti perusahaan di sektor *real estate & property*.
- b. Penelitian terdahulu meneliti variabel *Growth Opportunity*, sedangkan penelitian saat ini tidak meneliti variabel *Growth Opportunity*.

2. Ayu Sri Mahatma Dewi dan Ary Wijaya (2013)

Penelitian ini berjudul “Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Pada Nilai Perusahaan.”. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 71 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2011, teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik analisis menggunakan Regresi Linier Berganda, dari hasil penelitian tersebut ialah Struktur Modal berpengaruh negatif dan signifikan pada nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan. Ukuran perusahaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Persamaan Penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang ialah :

- a. Terdapat variabel bebas yang sama yaitu struktur modal, dan profitabilitas.
- b. Terdapat variabel terikat yang sama yaitu nilai perusahaan.

- c. Rasio profitabilitas penelitian terdahulu dengan penelitian saat ini sama, yaitu menggunakan ROE (*Return On Equity*)
- d. Populasi dalam penelitian ini juga menggunakan data dari Bursa Efek Indonesia (BEI)

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang ialah :

- a. Penelitian terdahulu tidak meneliti variabel kebijakan dividen, sedangkan penelitian saat ini meneliti variabel kebijakan dividen.
- b. Sampel yang diteliti oleh penelitian terdahulu pada perusahaan manufaktur, sedangkan penelitian saat ini menggunakan sampel perusahaan di sektor *real estate & property*

3. Muharti dan Rizqa Anita (2017)

Penelitian ini berjudul “Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan.” Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 43 perusahaan *real estate & property* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2014, teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik analisis menggunakan SEM-PLS, dari hasil penelitian tersebut ialah Keputusan investasi, Pendanaan, dan Kebijakan Dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang ialah terletak pada :

- a. Pada penelitian saat ini dan penelitian terdahulu terdapat variabel bebas yang sama yaitu kebijakan dividen.

- b. Rasio yang digunakan pada kebijakan dividen sama, yaitu menggunakan DPR (*Divident Payout Ratio*).
- c. Populasi dalam penelitian ini juga menggunakan data dari Bursa Efek Indonesia (BEI) pada sektor *real estate & property*.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang ialah pada :

- a. Pada penelitian terdahulu tidak ditelitinya beberapa variabel bebas seperti struktur modal, dan profitabilitas.
- b. Teknik analisis penelitian terdahulu menggunakan SEM-PLS, sedangkan teknik penelitian saat ini menggunakan regresi linier berganda.

4. Lisnawati dan Nusa Muktiadji (2014)

Penelitian ini berjudul “Keputusan Investasi, Pendanaan dan Kebijakan Dividen”. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 2 perusahaan yaitu PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk dan PT. Unilever Indonesia, Tbk periode 2008-2013, teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik analisis menggunakan Regresi Linier Berganda, dari hasil penelitian tersebut ialah Hasil analisis terhadap keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan berpengaruh positif signifikan.

Persamaan Penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang ialah :

- a. Penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu terdapat variabel bebas yang sama yaitu kebijakan dividen.

- b. Penelitian saat ini dengan penelitian terdahulu terdapat variabel terikat yang sama yaitu nilai perusahaan.
- c. Rasio kebijakan dividen penelitian terdahulu dengan penelitian saat ini sama, yaitu menggunakan DPR (*Debt Payment Ratio*).
- d. Teknik analisis yang digunakan penelitian terdahulu dengan penelitian saat ini sama, yaitu menggunakan regresi linier berganda.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang ialah :

- a. Penelitian terdahulu meneliti variabel bebas keputusan investasi dan pendanaan, sedangkan penelitian saat ini tidak meneliti variabel bebas keputusan investasi dan pendanaan.
- b. Sampel perusahaan yang digunakan penelitian terdahulu ialah hanya 2 perusahaan, sedangkan penelitian saat ini menggunakan perusahaan di sektor *real estate & property* yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia (BEI)

5. Divya Anggarwal dan Purna Chandra Padhan (2001-2015)

Penelitian ini berjudul "*Impact of Capital Structure on Firm Value : Evidence from Indian Hospitality Industry*". Sampel yang digunakan dalam penelitian ini pada sektor Rumah Sakit di India periode 2001-2015, teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik analisis menggunakan Deskriptif Statis, matrik korelasi dan model regresi panel, dari hasil Terdapat hubungan yang positif signifikan antara nilai perusahaan dengan kualitas perusahaan, kebijakan hutang, likuiditas, ukuran perusahaan dan pertumbuhan ekonomi.

Persamaan Penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang ialah :

- a. Penelitian saat ini dan penelitian terdahulu terdapat variabel bebas yang sama yaitu struktur modal, dan profitabilitas.
- b. Penelitian saat ini dan penelitian terdahulu terdapat variabel terikat yang sama yaitu nilai perusahaan.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang ialah :

- a. Teknik analisis pada penelitian terdahulu menggunakan deskriptif statis, matrik korelasi dan model regresi panel, sedangkan penelitian saat ini menggunakan regresi linier berganda
- b. Pengambilan sampel penelitian terdahulu diambil dari *Bombay Stock Exchange* (BSE) sedangkan penelitian saat ini diambil dari Bursa Efek Indonesia (BEI) pada sektor *real estate & property*.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

NO	TAHUN	PERIODE	PENELITI	VARIABEL Independen	VARIABEL Dependen	SAMPEL	TEKNIK PENELITIAN	HASIL
1	2013	2006 – 2010	Sri Hermuningsi	Profitabilitas (ROE, ROA) <i>Growth Opportunity</i> (IOE, PE, INVOS, MTBE, MTBA) Struktur Modal (DAR)	Nilai Perusahaan (PBV)	Perusahaan publik di Indonesia kategori LQ45	SEM (<i>Structural Equation Model</i>)	Profitabilitas, Growth Opportunity, dan Struktur Modal berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan.
2	2013	2009 – 2011	Ayu Sri Mahatma Dewi, dan Ary Wijaya	Struktur Modal (DER) Profitabilitas (ROE) Ukuran Perusahaan (UP)	Nilai Perusahaan (PBV)	Bursa Efek Indonesia, <i>Purposive Sampling</i>	Regresi Linier Berganda	Struktur Modal berpengaruh negatif dan signifikan pada nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan. Ukuran perusahaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

NO	TAHUN	PERIODE	PENELITI	VARIABEL Independen	VARIABEL Dependen	SAMPEL	TEKNIK PENELITIAN	HASIL
3	2014	2008-2013	Lisnawati, dan Nusa Muktiadji	Keputusan Investasi (TATO), Keputusan Pendanaan (DER) dan Kebijakan Dividen (DPR)	Nilai Perusahaan (PBV)	Bursa Efek Indonesia,	Regresi Linier Berganda	Keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk berpengaruh positif signifikan.
4	2017	2011-2014	Muharti, dan Rizqa Anita	Keputusan Investasi (PER) Pendanaan (DER) Kebijakan Dividen (DPR)	Nilai Perusahaan (PER)	Bursa Efek Indonesia, Purposive Sampling	Statistik Deskriptif, SEM-PLS	Keputusan investasi, Pendanaan, dan Kebijakan Dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

NO	TAHUN	PERIODE	PENELITI	VARIABEL Independen	VARIABEL Dependen	SAMPEL	TEKNIK PENELITIAN	HASIL
5.	2017	2001-2015	Divya Anggarwal dan Purna Chandra Padhan	<i>Leverage (TOL_TNW)</i> Kualitas Perusahaan (<i>Z Score</i>) Ukuran Perusahaan (<i>LN TOTAL ASET</i>) <i>Tangibility (FA_TA)</i> Profitabilitas (<i>ROA</i>) Pertumbuhan (<i>GRWTA</i>) <i>Liquidity (CR)</i> <i>Inflation</i>	<i>Firm Value (PBV)</i>	Bombay Stock Exchange (BSE)	<i>Panel Regression Model</i>	Terdapat hubungan yang positif signifikan antara kualitas perusahaan, kebijakan hutang, likuiditas, profitabilitas, ukuran perusahaan dan pertumbuhan ekonomi terhadap nilai perusahaan.
6.	2018		Anggaretta Sukma Dewi	Struktur Modal (<i>DER</i>), Profitabilitas (<i>ROE</i>), Kebijakan Dividen (<i>DPR</i>)	Nilai Perusahaan (<i>PBV</i>)	Bursa Efek Indonesia, <i>Purposive Sampling</i>	Regresi Linier Berganda	Struktur modal, profitabilitas dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sumber : Sri H (2013), Ayu Sri dan Ary W (2013), Lisnawati dan Nusa M (2014), Muharty dan Rizqa A (2017), Divya A dan Purna (2017)

2.2 Landasan Teori

Dalam hal ini, berdasarkan teori-teori yang telah diungkapkan para ahli mengenai pengaruh struktur modal, profitabilitas, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Dapat dijelaskan pengertiannya sebagai berikut ini :

2.2.1 Nilai Perusahaan

Perusahaan yang sudah *go public* tentunya akan memaksimalkan nilai perusahaannya yang tercermin dari harga pasar saham perusahaan itu sendiri. Nilai perusahaan merupakan suatu bentuk nama baik yang diperoleh perusahaan dalam periode tertentu. Nilai perusahaan yang baik merupakan suatu tujuan dari perusahaan karena jika nilai perusahaan tinggi maka akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya ke perusahaan. Menurut Hermanto dan Hemastuti (2014), nilai pasar saham sebuah perusahaan mencerminkan nilai perusahaan tersebut. Nilai Perusahaan (NP) sebagai nilai pasar, karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran kepada pemegang saham secara maksimum apabila harga saham meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka semakin tinggi tingkat kemakmuran dari pemegang saham. Nilai pasar adalah nilai perusahaan yang dicerminkan dari harga saham perusahaan di pasar yang bisa menjadi ukuran yang berasal dari kreditur, investor, dan *stakeholder* lain. Oleh sebab itu terdapat tiga keputusan manajemen keuangan menurut Horne dan Wachowicz (2009), yaitu:

1. Keputusan Investasi

Keputusan investasi adalah keputusan yang menyangkut alokasi modal dan sumber daya perusahaan untuk pembelian suatu aset. Keputusan ini merupakan keputusan yang penting, karena sebagai penentuan aset yang akan dimiliki perusahaan, berapa jumlah yang dibutuhkan.

2. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan ini sering juga disebut sebagai kebijakan struktur modal. Pada keputusan ini manajer keuangan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis sumber dana yang ekonomis bagi perusahaan guna menjalani kebutuhan investasi serta kegiatan usahanya.

3. Keputusan Manajemen Aktiva

Keputusan ini menyangkut aset yang telah dimiliki tersebut dikelola dengan efisien. Pengelolaan aset yang efisien akan meningkatkan kemampuan laba perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan serta sumber pendanaan dari internal.

- a. **Jenis-jenis Nilai Perusahaan**

Terdapat lima jenis nilai perusahaan berdasarkan metode perhitungan yang digunakan, yaitu (Christiawan dan Tarigan, 2017):

1. **Nilai Nominal.** Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis secara jelas dalam surat saham kolektif.

2. **Nilai Pasar.** Nilai pasar sering disebut kurs adalah harga yang terjadi dari proses tawar menawar di pasar saham. Nilai ini hanya bisa ditentukan jika saham perusahaan dijual di pasar saham.
3. **Nilai Intrinsik.** Nilai intrinsik merupakan konsep yang paling abstrak, karena mengacu kepada perkiraan nilai riil suatu perusahaan. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekedar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari.
4. **Nilai Buku.** Nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi. Secara sederhana dihitung dengan membagi selisih antar total aset dan total utang dengan jumlah saham yang beredar.
5. **Nilai Likuidasi.** Nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai likuidasi dapat dihitung dengan cara yang sama dengan menghitung nilai buku, yaitu berdasarkan neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan dilikuidasi.

b. Pengukuran Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan harga saham menggunakan rasio yang disebut rasio penilaian. Menurut Sudana (2011:23), rasio penilaian adalah suatu rasio yang terkait dengan penilaian kinerja saham perusahaan yang telah diperdagangkan di pasar modal (*go public*). Rasio penilaian memberikan informasi seberapa besar masyarakat menghargai perusahaan, sehingga masyarakat tertarik untuk membeli saham dengan harga

yang lebih tinggi dibanding nilai bukunya. Berikut ini beberapa metode yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan.

1. *Price Earning Ratio (PER)*

Price earning ratio (PER) menunjukkan berapa banyak jumlah uang yang rela dikeluarkan oleh para investor untuk membayar setiap dolar laba yang dilaporkan (Brigham dan Houston, 2006:110). Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh oleh para pemegang saham. Kegunaan *price earning ratio* adalah untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh *earning per share* nya. *Price earning ratio* menunjukkan hubungan antara pasar saham biasa dengan *earning per share*. *Price earning ratio (PER)* berfungsi untuk mengukur perubahan kemampuan laba yang diharapkan di masa yang akan datang. Semakin besar PER, maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk tumbuh sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *Price earning ratio (PER)* adalah sebagai berikut:

$$PER = \frac{\text{market price per share}}{\text{earning per share}} \dots\dots\dots(1)$$

2. *Price to Book Value (PBV)*

Price to Book Value (PBV) adalah rasio yang menunjukkan apakah harga saham yang diperdagangkan *overvalued* (di atas) atau *undervalued* (di bawah) nilai buku saham tersebut (Fakhrudin dan Hadianto, 2001). *Price to Book Value (PBV)* menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu

perusahaan. Makin tinggi rasio ini, berarti pasar percaya akan prospek perusahaan tersebut. PBV juga menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan yang relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Untuk perusahaan-perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya rasio ini menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. Semakin besar rasio PBV semakin tinggi perusahaan dinilai baik oleh para pemodal yang menanamkan sahamnya di perusahaan tersebut. Adapun rumus yang digunakan untuk mengukur *Price to Book Value* (PBV) adalah sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{market price per share}}{\text{book value per share}} \dots\dots\dots (2)$$

3. Tobin's Q

Alternatif lain yang digunakan dalam mengukur nilai perusahaan adalah dengan menggunakan metode Tobin's Q yang dikembangkan oleh James Tobin. Tobin's Q dihitung dengan membandingkan rasio nilai pasar saham perusahaan dengan nilai buku ekuitas perusahaan (Weston dan Copeland, 2001).

Rasio Q lebih unggul daripada rasio nilai pasar terhadap nilai buku karena rasio ini fokus pada berapa nilai perusahaan saat ini secara relatif terhadap berapa biaya yang dibutuhkan untuk menggantinya saat ini. Adapaun rumus Tobin's Q adalah sebagai berikut:

$$Q = \frac{(EMV+D)}{(EBV+D)} \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan :

Q : Nilai Perusahaan

EMV : Nilai pasar ekuitas

EBV : Nilai buku dari total aktiva

D : Nilai buku dari total hutang

EMV diperoleh dari hasil perkalian harga saham penutupan pada akhir tahun (*closing price*) dengan jumlah saham yang beredar pada akhir tahun sedangkan EBV diperoleh dari selisih total asset perusahaan dengan total kewajibannya. Dalam penelitian ini, pengukuran nilai perusahaan menggunakan PBV (*price book value*).

2.2.2 Struktur Modal

Menurut Margaretha (2011: 3) , “struktur modal sebuah perusahaan adalah kombinasi spesifik ekuitas dan utang jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk mendanai operasinya”. Sedangkan menurut Brigham dan Houston (2011 : 155) , “struktur modal optimal (*optimal capital structure*) suatu perusahaan didefinisikan sebagai struktur yang akan memaksimalkan harga saham perusahaan tersebut”. Kebijakan struktur modal melibatkan adanya suatu pertukaran antara risiko dan pengembalian yaitu penggunaan lebih banyak utang akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh para pemegang saham.

Namun penggunaan utang yang lebih besar biasanya akan menyebabkan terjadinya ekspektasi tingkat pengembalian atas ekuitas yang lebih tinggi. Karena itu, struktur modal yang optimal harus mencapai suatu keseimbangan antara

risiko dan pengembalian sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

1. Teori Struktur Modal

a. Teori Modigliani Miller (MM)

Teori MM Tanpa Pajak

Teori struktur modal modern dimulai pada tahun 1958, ketika Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller (MM) menerbitkan apa yang disebut sebagai salah satu artikel keuangan paling berpengaruh yang pernah ditulis. MM membuktikan, dengan sekumpulan asumsi yang sangat membatasi, bahwa nilai sebuah perusahaan tidak berpengaruh oleh struktur modalnya. Hasil yang diperoleh MM menunjukkan bahwa bagaimana cara sebuah perusahaan akan mendanai operasinya tidak akan berarti apa-apa, sehingga struktur modal adalah suatu hal yang tidak relevan. Akan tetapi, studi MM didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis, termasuk hal-hal berikut ini:

1. Tidak ada biaya pialang,
2. Tidak ada pajak,
3. Tidak ada biaya kebangkrutan,
4. Investor dapat meminjam pada tingkat yang sama dengan perusahaan,
5. Semua investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang-peluang investasi perusahaan di masa depan.
6. EBIT tidak berpengaruh oleh penggunaan utang.

Meskipun beberapa asumsi di atas merupakan suatu hal yang tidak realistis, hasil ketidak relevan MM memiliki arti yang sangat penting dengan

menunjukkan kondisi-kondisi dimana struktur modal tersebut tidak relevan. MM juga telah memberikan petunjuk mengenai hal-hal apa yang dibutuhkan agar membuat struktur modal menjadi relevan dan yang mempengaruhi nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2006:33)

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. Hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak, karena bunga bisa dipakai sebagai pengurangan pajak.

Dalam teori MM dengan pajak ini terdapat dua preposisi yaitu :

Preposisi I : nilai dari perusahaan yang berhutang sama dengan nilai dari perusahaan yang tidak berhutang ditambah dengan penghematan pajak karena bunga hutang. Implikasi dan preposisi I ini adalah pembiayaan dengan hutang sangat menguntungkan dan MM menyatakan bahwa struktur modal optimal perusahaan adalah seratus persen hutang.

Preposisi II : biaya modal saham akan meningkat dengan semakin meningkatnya hutang, tetapi penghematan pajak akan lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai karena kenaikan biaya modal saham. Implikasi dari preposisi II ini adalah penggunaan hutang yang semakin banyak akan meningkatkan biaya modal saham. Menggunakan hutang yang lebih banyak, berarti menggunakan modal yang lebih murah (biaya modal hutang lebih kecil dibandingkan dengan biaya modal saham), sehingga akan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbangnya. Implikasi teori tersebut adalah perusahaan sebaiknya

menggunakan hutang sebanyak-banyaknya, karena MM mengabaikan biaya kebangkrutan (Brigham dan Houston, 2005).

b. Teori Pertukaran (*Trade Off Theory*)

Modigliani dan Miller dan para pengikutnya mengembangkan teori pertukaran struktur modal. MM menunjukkan bahwa utang adalah suatu hal yang bermanfaat karena bunga merupakan pengurang pajak, tetapi utang juga membawa serta biaya-biaya yang dikaitkan dengan kemungkinan atau kenyataan kebangkrutan. Teori pertukaran (*trade-off theory*) mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil pertukaran (*trade-off*) dari keuntungan pendanaan melalui utang (pajak perusahaan yang menguntungkan) dengan tingkat suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Fakta bahwa bunga adalah beban pengurangan pajak menjadikan hutang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen. Akibatnya, secara tidak langsung pemerintah telah membayarkan sebagian biaya dari modal utang, atau dengan cara lain, hutang memberikan manfaat perlindungan pajak.

Semakin banyak perusahaan menggunakan hutang, maka semakin tinggi nilai dan harga sahamnya, menurut asumsi Modigliani-Miller dengan pajak, harga saham sebuah perusahaan akan mencapai nilai maksimal jika perusahaan sepenuhnya menggunakan hutang 100 persen. Alasan utama perusahaan membatasi penggunaan hutang adalah untuk menjaga biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan tetap rendah. (Brigham dan Houston, 2006: 36-38).

c. *Signaling Theory*

MM berasumsi bahwa investor memiliki informasi yang sama tentang prospek sebuah perusahaan seperti para manajernya, hal ini disebut informasi simetris (*symmetric information*). Namun kenyataannya, para manajer seringkali memiliki informasi yang lebih baik daripada investor pihak luar. Hal ini disebut informasi asimetris (*asymmetric information*) dan memiliki pengaruh yang penting pada struktur modal yang optimal.

Signaling Theory mengasumsikan bahwa penerbitan saham akan mengirimkan sinyal yang negatif, sedangkan menggunakan utang adalah sinyal yang positif atau paling tidak netral. Sebagai akibatnya, perusahaan mencoba untuk menghindari penerbitan saham dengan menjaga kapasitas pinjaman cadangan, dan hal ini artinya menggunakan utang yang lebih kecil di waktu-waktu normal (Brigham dan Houston, 2006:38-39).

d. *Pecking Order Theory*

Teori *pecking order* menyarankan perusahaan memiliki preferensi dalam memilih sumber pendanaan dengan mempertimbangkan biaya termurah dan risiko paling kecil. Berdasarkan *pecking order theory*, tidak terdapat struktur modal yang optimal. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai penggunaan dana internal daripada eksternal dalam membiayai pengembangan usahanya, sehingga urutan atau hierarki pendanaan berdasarkan teori *pecking order* adalah sebagai berikut :

- a) Pendanaan internal yang berasal dari laba ditahan
- b) Penggunaan utang dengan menerbitkan obligasi

c) Penerbitan saham

Teori ini beranggapan bahwa perusahaan yang menguntungkan lebih sedikit menggunakan utang. Brealey, et al. (2008) menjelaskan mengapa kebanyakan perusahaan yang menguntungkan lebih sedikit menggunakan utang, bukan karena rendahnya target *debt ratio*, tetapi karena perusahaan baru menggunakan dana dari perolehan saham setelah dana internal tidak mencukupi. Teori *pecking order* ini juga tidak mengesampingkan bahwa pajak dan *financial distress* adalah faktor penting dalam pemilihan struktur modal (Radjamin dan I made, 2014).

2. Rumus untuk Menghitung Struktur Modal, Antara Lain Menurut (Syamsuddin, 2010) :

a. *Long Term Debt to Equity Ratio (LDER)*

Long term debt to equity ratio (LDER) adalah rasio yang mengukur persentase utang jangka panjang dibandingkan dengan jumlah modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan. Tujuan LDER adalah untuk mengukur modal perusahaan yang dijadikan jaminan terhadap utang jangka panjang. Jadi utang jangka panjang akan dibandingkan dengan total ekuitas perusahaan. Cara menghitung LDER :

$$\text{LDER} = \frac{\text{Utang jangka panjang}}{\text{total ekuitas}} \dots\dots\dots (4)$$

b. *Long Term Debt to Assets Ratio (LDAR)*

Long term debt to assets ratio membandingkan utang jangka panjang dengan semua aset yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini memberikan

gambaran seberapa besar jumlah aset perusahaan yang didanai oleh utang jangka panjang. Cara menghitung LDAR:

$$\text{LDAR} = \frac{\text{Utang jangka panjang}}{\text{total aset}} \dots\dots\dots (5)$$

c. Debt to Equity Ratio (DER)

Debt to equity ratio adalah seberapa besar perbandingan antara total utang (utang jangka panjang + utang jangka pendek) terhadap modal yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini memberikan gambaran seberapa besar jaminan yang dimiliki perusahaan-perusahaan terhadap kreditornya. Rasio ini bisa menjadi acuan bagi investor untuk selalu memperhitungkan resiko. Umumnya, semakin besar rasio utang maka perusahaan tersebut semakin beresiko. Cara menghitung DER :

$$\text{DER} = \frac{\text{total utang}}{\text{total ekuitas}} \dots\dots\dots (6)$$

d. Debt to Assets Ratio (DAR)

Debt to assets ratio (DAR) adalah rasio perbandingan antara total utang (utang jangka panjang + utang jangka pendek) dengan total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini mencerminkan berapa besar jumlah aset yang dibiayai atau dibeli menggunakan utang. Baik utang jangka pendek maupun hutang jangka panjang. Cara menghitung DAR :

$$\text{DAR} = \frac{\text{total utang}}{\text{total aset}} \dots\dots\dots (7)$$

Dalam penelitian ini, pengukuran struktur modal menggunakan DER (*Debt to Equity Ratio*).

2.2.3 Profitabilitas

Menurut Kasmir (2014:196), Rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Jadi rasio profitabilitas adalah rasio untuk mengukur tingkat efektifitas pengelolaan (manajemen) perusahaan yang ditunjukkan oleh jumlah keuntungan yang dihasilkan dari penjualan dan investasi. Intinya adalah penggunaan rasio ini menunjukkan efisiensi suatu perusahaan. Tujuan dan manfaat penggunaan rasio profitabilitas adalah untuk :

1. Mengetahui besarnya tingkat laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode.
2. Mengetahui posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang.
3. Mengetahui perkembangan laba dari waktu ke waktu.
4. Mengetahui besarnya laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri.
5. Mengetahui produktivitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri.

Menurut Brigham dan Houston (2013:146) rasio profitabilitas ini dapat diukur dengan menggunakan :

a. ROE (Return On Equity)

ROE digunakan untuk mengukur tingkat pengembalian jumlah aktiva bersih perusahaan.

$$ROE = \frac{\text{laba bersih setelah pajak}}{\text{total ekuitas}} \dots\dots\dots (8)$$

b. ROA (Return On Asset)

ROA digunakan untuk mengukur tingkat pengembalian dari bisnis aset yang ada.

$$ROA = \frac{\text{laba bersih sebelum pajak}}{\text{Total aktiva}} \dots\dots\dots (9)$$

c. ROI (Return On Investment)

ROI digunakan untuk mengukur tingkat pengembalian bisnis atas seluruh modal yang ada

$$ROI = \frac{\text{laba bersih setelah pajak}}{\text{Total asset}} \dots\dots\dots (10)$$

d. GPM (Gross Profit Margin)

GPM digunakan untuk menghitung seberapa besar keuntungan kotor dari penjualan produk.

$$GPM = \frac{(\text{penjualan} - \text{HPP})}{\text{penjualan}} \dots\dots\dots (11)$$

e. NPM (Net Profit Margin)

NPM digunakan untuk menghitung seberapa besar keuntungan bersih dari penjualan produk

$$NPM = \frac{\text{laba setelah pajak (EAT)}}{\text{penjualan}} \dots\dots\dots (12)$$

Dalam penelitian ini, pengukuran profitabilitas menggunakan ROE (*Return On Equity*)

2.2.4 Kebijakan Dividen

Pengertian dividen menurut Rudianto (2013:290) adalah, dividen merupakan bagian laba usaha yang diperoleh perusahaan dan diberikan oleh perusahaan kepada para pemegang sahamnya sebagai imbalan atas kesediaan mereka menanamkan modalnya dalam suatu perusahaan. Berdasarkan beberapa penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa dividen merupakan suatu pembagian laba dari suatu usaha yang diberikan kepada pemegang saham dimana laba tersebut dapat berupa dividen tunai atau dividen saham yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan disamping keputusan investasi dan struktur modal.

1. Teori Kebijakan Dividen menurut Hanafi Mahmud (2012:362374), ada Beberapa Teori Kebijakan Dividen yaitu :

a. Teori Irrelevansi Dividen

Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan terhadap nilai perusahaan. Kenaikan nilai sebuah perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan dari asset perusahaan.

b. Teori Relevansi Dividen

Argumen ketidak relevan kebijakan dividen mengasumsikan pasar yang sempurna dan efisien. Jika pasar tidak sempurna, maka kebijakan dividen akan relevan. Argumen yang menyatakan kebijakan dividen relevan berangkat dari

asumsi ketidak sempurnaan pasar. Di satu sisi, argumen tersebut mengatakan bahwa perusahaan perlu membayar dividen yang tinggi. Di sisi lain, argumen tersebut mengatakan sebaliknya, yaitu perusahaan perlu membayar dividen yang rendah.

c. *Bird in Hand Theory*

Bird in hand theory dikemukakan oleh Gordon dalam (Weston dan Copeland, 2001) bahwa pendapatan dividen (*a bird in the hand*) mempunyai nilai yang lebih tinggi bagi investor daripada pendapatan modal (*a bird in the bush*) karena dividen lebih pasti dari pendapatan modal.

d. Teori Perbedaan Pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy. Mereka menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains*, para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* tinggi, *capital gains yield* rendah dari pada saham dengan *dividend yield* rendah, *capital gains yield* tinggi. Jika pajak atas dividen lebih besar dari pajak atas *capital gains*, perbedaan ini akan makin terasa.

e. Teori *Signaling Hypothesis*

Ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen dari pada *capital gains*. Tapi MM

berpendapat bahwa kenaikan dividen biasanya merupakan suatu “sinyal” kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik pada dividen dimasa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dividen waktu mendatang.

f. Teori *Clientele Effect*

Menurut argumen ini, kebijakan dividen seharusnya ditunjukkan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu. Kelompok investor dengan tingkat pajak yang tinggi akan menghindari dividen, karena dividen mempunyai tingkat pajak yang lebih tinggi dibandingkan *Capital Gaint*. Sebaliknya, kelompok investor dengan pajak yang rendah akan memilih dividen.

2. Pengukuran Kebijakan Dividen

Mengukur dividen yang dibayarkan oleh perusahaan dapat diukur menggunakan salah satu dari ukuran umum yang dikenal. Menurut Gumanti (2013:22) cara mengukur kebijakan dividen sebagai berikut:

a. *Dividend Yield*

Dividend yield, yang mengaitkan besaran dividen dengan harga saham perusahaan. Secara matematis, rumusan *dividend yield* adalah sebagai berikut :

$$Dividend\ yield = \frac{dividen\ tahunan\ per\ saham}{harga\ per\ lembar\ saham} \dots\dots\dots (13)$$

b. DPR (*Dividend Payout Ratio*)

Dividend payout ratio, pembayaran dividen diukur dengan cara membagi besarnya dividen per lembar saham dengan laba bersih per lembar saham yang secara matematis dapat dinyatakan dengan rumus berikut :

$$\textit{Dividend payout ratio} = \frac{\textit{dividen tunai per lembar saham}}{\textit{laba bersih per lembar saham}} \dots\dots\dots (14)$$

Dalam penelitian ini, pengukuran pada suatu kebijakan deviden menggunakan DPR (*Devidend Payout Ratio*).

2.2.5 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Teori MM menyatakan bahwa peningkatan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan apabila belum mencapai titik optimalnya. Sedangkan pembiayaan dengan hutang sangat menguntungkan dan MM menyatakan bahwa struktur modal optimal perusahaan adalah seratus persen hutang. Hal ini diperkuat oleh hasil penelitian Hamidy dan Wiksuana (2015).

Dalam hal ini *trade-off* yang menjelaskan bahwa penggunaan hutang dapat mengurangi beban pajak dan biaya agensi perusahaan (Brigham dan Houston, 2014). Dan jika kita tidak bisa membayar hutang, maka perusahaan akan mengalami kebangkrutan. Sehingga para calon investor tidak lagi percaya akan perusahaan tersebut. Penelitian Dewi dan Wijaya (2013) menyimpulkan bahwa struktur modal (DER) berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV) . Sedangkan pada penelitian Hermuningsih (2013) menjelaskan struktur modal (DAR) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV).

2.2.6 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Dalam suatu perusahaan, profitabilitas itu sangat penting. Semakin tinggi tingkat profitabilitas yang didapatkan oleh suatu perusahaan maka akan semakin tinggi pula nilai suatu perusahaan tersebut. Sehingga kinerja perusahaan semakin membaik. Kinerja perusahaan semakin baik bisa digambarkan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi, sehingga para investor akan percaya kepada perusahaan tersebut, Menurut hasil penelitian Sujoko dan Subiantoro (2015). Semakin banyak investor yang percaya terhadap perusahaan maka akan bertambah pula investor yang akan menanamkan modalnya di perusahaan, maka dari itu hal ini akan berdampak pula pada kenaikan harga saham. Harga saham yang naik akan membuat nilai perusahaan menjadi baik di mata investor.

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Dewi dan Wijaya (2013), Hermuningsih (2013), Anggarwal dan Padhan (2017) menunjukkan bahwa profitabilitas terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.2.7 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen berhubungan erat dengan kebijakan perusahaan mengenai seberapa besar dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan dividen menyangkut keputusan tentang penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Jika suatu perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, mungkin dapat diartikan oleh pemodal sebagai *signaling theory* yang berdampak positif terhadap kinerja suatu perusahaan dimasa yang akan datang.

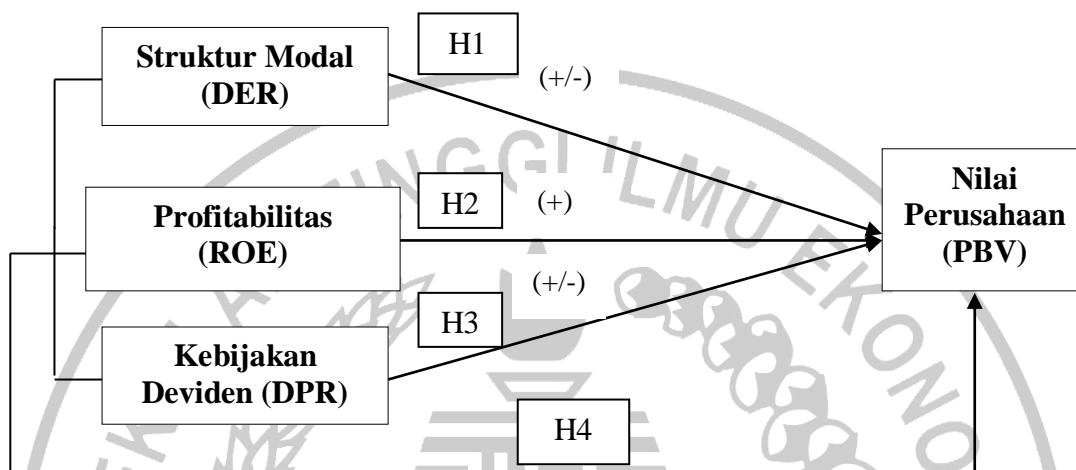
Dan jika laba dividen tidak dibagikan kepada para pemegang saham berarti laba tersebut akan digunakan untuk meningkatkan kinerja operasional perusahaan. Sehingga pasar akan memberikan sinyal negatif kepada perusahaan karena tidak membagikan dividennya. Sehingga kebijakan dividen bisa berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Sofyaningsih dan Pancawati, 2011).

Nilai perusahaan akan dimaksimumkan oleh rasio pembayaran dividen yang tinggi, menurut *a bird in the hand theory*, karena investor menganggap bahwa risiko dividen tidak sebesar kenaikan biaya modal, sehingga para investor lebih menyukai keuntungan dalam bentuk dividen daripada keuntungan yang diharapkan dari kenaikan nilai modal. Investor menyukai dividen yang tinggi karena dividen yang diterima seperti burung ditangan yang risikonya lebih kecil atau mengurangi ketidakpastian dibandingkan dengan laba yang tidak dibagikan (Jusriani dan Raharjo, 2013).

Sedangkan menurut *signalling theory* menekankan bahwa pembayaran dividen merupakan sinyal bagi pasar bahwa perusahaan memiliki kesempatan untuk tumbuh dimasa yang akan datang, sehingga pembayaran dividen akan meningkatkan apresiasi pasar terhadap saham perusahaan yang bersangkutan, dengan demikian pembayaran dividen berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan diatas, hasil penelitian terdahulu dari Muharti dan Rizqa (2017), Lisnawati dan Nusa Muktiadji (2014) menjelaskan bahwa kebijakan dividen (DPR) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV).

2.3 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan teori yang sudah dikemukakan diatas, maka kerangka pemikiran dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :



Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran

2.4 Hipotesis Penelitian

Melihat dari penelitian terdahulu dan hasil hipotesis tentang pengaruh struktur modal, profitabilitas, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan di sektor *real estate & property*. Maka seperti inilah hipotesis yang peneliti buat.

H1 :Struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H2 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H3 : Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H4 :Struktur modal, profitabilitas dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.