

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Pasar Modal Syariah

Dalam konteks ekonomi, beberapa kelompok masyarakat pada umumnya memiliki tingkat pendapatan yang tinggi. Pendapatan ini tidak sepenuhnya digunakan untuk kegiatan konsumsi. Bahkan pada level tertentu, orang cenderung berinvestasi ketika mereka memiliki pendapatan yang sangat tinggi¹. Investasi merupakan kegiatan yang dianjurkan dalam pandangan Islam, mengingat kegiatan investasi sudah dilakukan oleh Nabi Muhammad SAW sejak muda sampai menjelang masa kerasulan. Selain itu, dengan investasi mampu menciptakan *mashlahah multiplayer effect* di mana dana tersebut dapat digunakan untuk menciptakan lapangan usaha dan juga menghindari dana mengendap² sebagaimana dalam QS. Al-Hasyr [59]: 7,

... كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ ... ٧

Artinya: "... supaya harta itu jangan beredar di antara orang-orang kaya saja di antara kamu...."³

Bahkan investasi mendapat legitimasi langsung di dalam Al-Qur'an dan Sunnah Nabi Muhammad SAW. banyak ayat Al-Qur'an yang membahas anjuran untuk berinvestasi seperti QS. Al-Baqarah [2]: 261,

مَثَلُ الَّذِينَ يُنْفِقُونَ أَمْوَالَهُمْ فِي سَبِيلِ اللَّهِ كَمَثَلِ حَبَّةٍ أَنْبَتَتْ سَبْعَ سَنَابِلٍ فِي كُلِّ سُنْبُلَةٍ مِائَةُ حَبَّةٍ وَاللَّهُ يُضْعِفُ لِمَنْ يَشَاءُ وَاللَّهُ وَسِيعٌ عَلِيمٌ ٢٦١

Artinya: "261. Perumpamaan (nafkah yang dikeluarkan oleh) orang-orang yang menafkahkan hartanya di jalan Allah adalah serupa dengan sebutir benih yang menumbuhkan tujuh bulir, pada tiap-tiap bulir seratus biji. Allah melipat gandakan (ganjaran) bagi siapa yang

¹ M. Nur Rianto Al-Arif, *Lembaga Keuangan Syariah: Suatu Kajian Teoritis Praktis* (Bandung: CV. Pustaka Setia, 2012), 343.

² Elif Pardiansyah, "Investasi dalam Perspektif Ekonomi Islam: Pendekatan Teoritis dan Empiris", *Economica: Jurnal Ekonomi Islam*, Vol. 8, No.2, (2017).

³ QS. Al-Hasyr [59]: 7

Dia kehendaki. Dan Allah Maha Luas (karunia-Nya) lagi Maha Mengetahui.⁴”

Pertumbuhan keuangan dan investasi syariah telah menjadi suatu fenomena yang luas dan populer di hampir seluruh pasar keuangan secara signifikan. Keuangan syariah sedang mengalami perjalanan panjang untuk meraih identitas global yang sesungguhnya, termasuk juga perkembangan di sektor modal. Pasar modal syariah secara operasional diharapkan mampu menjalankan fungsi intermediasi keuangan dan fungsi investasi dalam sistem keuangan yang menjalankan sistem syariah⁵.

Pasar modal syariah menurut fatwa Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) adalah pasar modal yang seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya telah sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Adapun yang dimaksud dengan efek syariah adalah efek sebagaimana dimaksud dalam peraturan perundang-undangan di bidang Pasar Modal adalah surat berharga yang akad, pengelolaan perusahaannya, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah⁶.

Sehingga, pasar modal syariah merupakan pasar modal yang diharapkan mampu menjalankan fungsi yang sama dengan pasar modal konvensional, namun dengan prinsip syariah seperti mencerminkan keadilan dan pemerataan distribusi keuntungan. Setiap kegiatan pasar modal syariah berhubungan dengan perdagangan efek syariah, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkan, serta lembaga profesi yang berkaitan dengannya, di mana produk dan mekanisme operasionalnya berjalan tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Pasar modal syariah idealnya dikarakterisasi oleh ketiadaan transaksi berbasis bunga, transaksi meragukan dan saham perusahaan yang berbisnis pada aktivitas barang

⁴ QS. Al-Baqarah [2]: 261

⁵ Andri Soemitra, *Masa Depan Pasar Modal Syariah di Indonesia Edisi Pertama* (Jakarta: Prenadamedia Group, 2014), 90.

⁶ Fatwa Dewan Syariah Nasional- Majelis Ulama Indonesia No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Syariah di Bidang Pasar Modal.

haram, serta adanya upaya yang sistematis menadikan produk syariah sebagai sarana mewujudkan tujuan syariah di bidang ekonomi dan keuangan⁷.

Berikut pandangan dari beberapa ulama mengenai pasar modal syariah, sebagaimana dalam pendapat Ibnu Qudamah dalam *Al-Mughni* juz 5/173⁸,

وَإِنْ اشْتَرَى أَحَدُ الشَّرِيكَيْنِ حِصَّةَ شَرِيكِهِ مِنْهُ جَازٌ، لِأَنَّهُ
يَشْتَرِي مِلْكَ غَيْرِهِ

Artinya: “Jika salah seorang dari dua orang berserikat membeli porsi mitra serikatnya, hukumnya boleh karena ia membeli milik pihak lain.”

Sementara menurut Dr. Wahbah al-Zuhaili dalam *Al-Fiqh Al-Islami wa Adillatuhu* juz 3/1841⁹,

التَّعَامُلُ بِالْأَسْهُمِ جَائِزٌ شَرْعًا لِأَنَّ أَصْحَابَ الْأَسْهُمِ شُرَكَاءُ فِي
الشَّرِكَةِ بِنِسْبَةِ مَا يَمْلِكُونَ مِنْ أَسْهُمِ

Artinya: “Bermuamalah dengan (melakukan kegiatan transaksi atas) saham hukumnya boleh, karena pemilik saham adalah mitra dalam perseroan sesuai dengan saham yang dimilikinya.”

Dengan diperbolehkannya pasar modal syariah di Indonesia, berikut kriteria emiten atau perusahaan publik yang akan menerbitkan efek syariah sebagaimana diatur dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional- Majelis Ulama

⁷ Lihat Ausaf Ahmad, *Towards on Islamic Financial Market, a Study of Islamic Banking and Finance in Malaysia* (Jeddah: Research Paper No. 45 IDB IRTI, 1997) 11-12. M. Ali El-Ghari, “Towards on Islamic Stock Market”, *Islamic Economic Studies Journal*, Vol. 1, No. 1, (1993), 1-20. Abdul Hamid, *Pasar Modal Syariah* (Jakarta: Lembaga Penelitian UIN Jakarta, 2009), 1-2. Andri Soemitra, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah* (Jakarta: Prenadamedia Kencana, 2009), 111-112.

⁸ Al-Imam Muwaffiquddin Abi Muhammad ‘Abdullah bin Ahmad bin udamah, *Al-Mughni* (Beirut: Daar al-Fikr, 1985), juz 5, 173 dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional- Majelis Ulama Indonesia No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Syariah di Bidang Pasar Modal.

⁹ Wahbah al-Zuhaili, *Al-Fiqh Al-Islami wa Adillatuhu* (Beirut: Daar al-Fikr, 1997), juz 3, 1841 dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional- Majelis Ulama Indonesia No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Syariah di Bidang Pasar Modal.

Indonesia No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Syariah di Bidang Pasar Modal¹⁰,

1. Jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan perusahaan emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.
2. Jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud dalam pasal 3 angka 1 di atas antara lain:

- a. Perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang. Poin ini berlandaskan pada sumber hukum Islam yakni Al-Qur'an seperti QS. Al-Maidah [5]: 90,

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلُمُ
رَجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ٩٠

“Wahai orang-orang yang beriman sesungguhnya khamr, berjudi, beribadah kepada berhala-berhala, dan mengundi nasib dengan panah, adalah perbuatan keji termasuk perbuatan setan, maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kalian mendapat keberuntungan (keselamatan).”¹¹

- b. Lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional. Poin ini juga berlandaskan pada sumber hukum Islam Al-Qur'an seperti QS. Al-Baqarah [2]: 275,

... وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا... ٢٧٥

Artinya: “...padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba.....”¹²

- c. Produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman yang haram sebagaimana dalam QS. Al-Baqarah [2]: 168,

يَا أَيُّهَا النَّاسُ كُلُوا مِمَّا فِي الْأَرْضِ حَلَالًا طَيِّبًا وَلَا تَتَّبِعُوا
خُطُوَاتِ الشَّيْطَانِ إِنَّهُ لَكُمْ عَدُوٌّ مُّبِينٌ ١٦٨

¹⁰ Fatwa Dewan Syariah Nasional- Majelis Ulama Indonesia No. 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Syariah di Bidang Pasar Modal.

¹¹ QS. Al-Maidah [5]: 90.

¹² QS. Al-Baqarah [2]: 275.

“Artinya: Hai sekalian manusia, makanlah yang halal lagi baik dari apa yang terdapat di bumi, dan janganlah kamu mengikuti langkah-langkah syaitan; karena sesungguhnya syaitan itu adalah musuh yang nyata bagimu.¹³”

- d. Produsen, distributor, dan atau penyedia barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat seperti dalam QS. Ali Imran [3]: 104,

وَلْتَكُنْ مِنْكُمْ أُمَّةٌ يَدْعُونَ إِلَى الْخَيْرِ وَيَأْمُرُونَ بِالْمَعْرُوفِ
وَيَنْهَوْنَ عَنِ الْمُنْكَرِ وَأُولَئِكَ هُمُ الْمُفْلِحُونَ ١٠٤

Artinya: “Dan hendaklah ada di antara kamu segolongan umat yang menyeru kepada kebajikan, menyuruh kepada yang ma’ruf dan mencegah dari yang munkar; merekalah orang-orang yang beruntung.¹⁴”

- e. Melakukan investasi pada Emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya.
3. Emiten atau perusahaan publik yang bermaksud menerbitkan efek syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah atas efek syariah yang dikeluarkan.
 4. Emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi prinsip-prinsip syariah dan memiliki *Shariah Compliance Officer*.
 5. Dalam hal emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah sewaktu-waktu tidak memenuhi persyaratan tersebut di atas, maka efek yang diterbitkan dengan sendirinya sudah bukan sebagai efek syariah.

B. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui suatu proses kegiatan selama perusahaan

¹³ QS. Al-Baqarah [2]: 168.

¹⁴ QS. Ali Imran [3]: 104.

tersebut berdiri¹⁵. Menurut Harmono, nilai perusahaan merupakan kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran di pasar modal yang mencerminkan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan¹⁶. Sementara menurut Brealey, nilai perusahaan mengikhtisarkan penilaian kolektif investor mengenai seberapa baik keadaan suatu perusahaan, baik kinerja saat ini maupun prospek di masa depan¹⁷.

Perusahaan merupakan suatu organisasi yang mengombinasikan dan mengorganisasikan berbagai sumber daya dengan tujuan untuk memproduksi barang dan jasa untuk dijual yang kemudian akan memperoleh profit yang menjanjikan¹⁸. Sehingga nilai perusahaan menjadi sangat penting untuk diperhatikan mengingat nilai perusahaan yang tinggi akan mampu menarik para investor untuk menambah sumber modal pada perusahaan serta meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Tingginya nilai perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi *financing* dan manajemen aset¹⁹.

Tujuan perusahaan pada dasarnya adalah memaksimalkan nilai perusahaan dengan pertimbangan sebagai berikut:

1. Memaksimalkan nilai bermakna lebih luas daripada memaksimalkan laba, karena memaksimalkan nilai berarti mempertimbangkan pengaruh waktu terhadap nilai uang.
2. Memaksimalkan nilai berarti mempertimbangkan berbagai resiko terhadap arus pendapatan perusahaan.

¹⁵ Dani Gustian, “Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Keputusan Investasi, dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2010-2014”, Artikel, Universitas Negeri Padang, 2017.

¹⁶ Harmono, *Manajemen Keuangan berbasis Balanced Scorecard : Pendekatan Teori, Kasus, dan Riset Bisnis* (Jakarta: Bumi Aksara, 2009), 1.

¹⁷ Brealey, Myres, dan Marcus, *Dasar – dasar Manajemen Keuangan Perusahaan jilid 1 Edisi Kelima* (Jakarta: Erlangga, 2008), 54.

¹⁸ Dominick Salvatore, *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global* (Jakarta: Salemba Empat, 2005), 76.

¹⁹ Alfredo Mahendra, “Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan”, *Tesis*, Denpasar: Universitas Udayana, 2011.

3. Mutu dari arus dana yang diharapkan diterima di masa yang akan datang mungkin beragam.

Nilai perusahaan secara keseluruhan terdiri dari nilai saham di pasar dan juga nilai hutang. Pendekatan untuk menentukan nilai perusahaan menurut Weston dan Brigham di antaranya²⁰:

1. Pendekatan laba bersih (*net income approach*)

Pendekatan ini mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah utangnya dengan biaya utang yang konstan pula.

2. Pendekatan laba usaha (*net operating income approach*)

Pendekatan ini mengasumsikan bahwa investoor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan utang oleh perusahaan.

3. Pendekatan tradisional (*traditional approach*)

Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga satu *leverage* tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Sehingga biaya modal baik berupa utang maupun saham relatif konstan.

Nilai perusahaan sering diprosikan dengan *price book value* (PBV). *Price Book Value* (PBV) dapat diartikan sebagai hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham²¹. Menurut Ang, secara sederhana menyatakan bahwa PBV merupakan rasio pasar yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya²². Keberadaan PBV sangat penting bagi investor untuk menentukan strategi investasi di pasar modal karena melalui PBV investor dapat memprediksi saham-saham yang *overvalued* atau *undervalued*²³. Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya memiliki rasio PBV di atas satu yang

²⁰ Eugene F Brigham dan Joel F. Houston, *Manajemen Keuangan* (Jakarta: Erlangga, 1999).

²¹ Fitri Mega Muliarti, "*Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan*", Tesis S2, Program Pascasarjana, Universitas Diponegoro Semarang, 2010.

²² Robert Ang, *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia* (Jakarta: Mediasoft Indonesia, 1997), 40.

²³ Parvez Ahmed dan Sudhir Nanda, "Style Investing: Incorporating Growth Characteristics in Value Stocks", *Pennsylvania State University at Harrisburg*, (2000).

mencerminkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya²⁴. Berikut formulasi dari PBV,

$$\text{Price Book Value (PBV)} = \frac{\text{Harga per Saham Lembar}}{\text{Nilai Buku per Lembar Saham}}$$

Selain itu, rasio *price book value* atau yang biasa disingkat dengan PBV memiliki beberapa keunggulan sebagai berikut²⁵:

1. Nilai buku mempunyai ukuran intuitif yang relatif stabil yang dapat diperbandingkan dengan harga pasar. Investor yang kurang percaya dengan metode *discounted cash flow* dapat menggunakan *price book value* sebagai perbandingan.
2. Nilai buku memberikan standar akuntansi yang konsisten untuk semua perusahaan. PBV dapat diperbandingkan antara perusahaan-perusahaan yang sama sebagai petunjuk adanya *undervaluation* atau *overvaluation*.
3. Perusahaan-perusahaan dengan *earning* negatif, yang tidak bisa dinilai dengan menggunakan *price earning ratio* (PER) dapat dievaluasi menggunakan PBV.

C. Keputusan Investasi

Teori isyarat atau signal (*signalling theory*²⁶) adalah suatu tindakan yang diambil perusahaan untuk memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik modal sehingga investor akan berinvestasi di perusahaan. Teori tersebut menyatakan bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan di

²⁴ Eugene F Brigham dan Joel F. Houston, *Manajemen Keuangan edisi 8* (Jakarta: Erlangga, 2001).

²⁵ Robert Ang, *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, 42.

²⁶ Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Michael Spense di dalam artikelnya tahun 1973. Teori ini menunjukkan bahwa pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal, khususnya kepada investor maupun kreditur bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh dengan baik di masa mendatang. Lihat Fitri Ani, "*Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan Jasa Perbankan di Bursa Efek Indonesia*", Skripsi S1, Program Studi Akuntansi, UIN Alauddin Makassar, 2016.

masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan²⁷.

Teori persinyalan menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Teori persinyalan berpendapat bahwa keberadaan asimetri informasi juga dapat diambil sebagai alasan bagi perusahaan yang menggunakan informasi keuangan untuk mengirimkan sinyal. Informasi yang dipublikasikan merupakan suatu pengumuman yang akan memberikan sinyal kepada investor dalam keputusan investasi²⁸.

Investasi adalah mengorbankan aset yang dimiliki sekarang untuk mendapatkan aset pada masa yang akan datang dengan jumlah yang lebih besar. Apabila perusahaan telah mampu memilih dan menentukan dana untuk investasi, maka langkah selanjutnya adalah mencari sumber dana untuk membiayai investasi tersebut²⁹. Menurut Ulya, investasi memberikan sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang mampu meningkatkan nilai perusahaan. dengan peluang investasi yang besar maka banyak calon investor yang akan berinvestasi sehingga nilai perusahaan dapat lebih maksimal³⁰.

Menurut Pujiati dan Widanar, keputusan investasi merupakan keputusan yang dikeluarkan perusahaan terkait dengan kegiatan perusahaan untuk melepaskan dana pada saat sekarang dengan harapan memperoleh arus dana yang lebih besar dari sebelumnya, sehingga harapan perusahaan untuk selalu tumbuh dan berkembang akan semakin

²⁷ Ibid.

²⁸ Widyastuti Aditya, “*Analisis Penerapan International Accounting Standar (IAS) 41 pada Sampoerna Agro Tbk*”, Skripsi S1, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Diponegoro Semarang, 2012.

²⁹ Lihan Rini Puspo Wijaya dan Bandi Anas Wibawa, “*Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan*”, *Simposium Nasional Akuntansi 13 Purwokerto*, (2010).

³⁰ Himatul Ulya, “*Analisis Pengaruh Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Kinerja Perusahaan dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)*”, Skripsi S1, Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Dian Nuswantoro (2014).

jas dan terencana³¹. Sedangkan menurut Hidayat, keputusan investasi merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, dalam hal ini investasi yang diharapkan akan menghasilkan keuntungan yang lebih besar³². Sementara menurut Sartono, keputusan investasi menyangkut tentang keputusan alokasi dana baik dana yang berasal dari dalam perusahaan maupun dana yang berasal dari luar perusahaan dengan berbagai bentuk investasi³³.

Keputusan investasi dapat diproksikan dengan *Price Earning Ratio* (PER). *Price Earning Ratio* (PER) dipandang oleh para investor sebagai ukuran kekuatan perusahaan untuk memperoleh laba di masa yang akan datang. PER akan menunjukkan bagaimana manajemen menghasilkan laba dalam keputusan investasi yang dilakukan³⁴. Berikut formulasi dari PER,

$$\text{Price Earning Ratio (PER)} = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Laba per lembar saham (EPS)}}$$

Menurut Brigham dan Houston, PER menunjukkan perbandingan *closing price* dengan laba per saham (*earning per share*). Kegunaan dari PER adalah untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja saham suatu perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh EPS-nya. Alasan utama penggunaan PER dalam keputusan investasi adalah kemudahan dan kepraktisan serta adanya standar yang memudahkan investor untuk melakukan perbandingan penilaian perusahaan yang lainnya³⁵.

³¹ Diah Pujiati dan Erman Widanar, "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening", *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Akuntansi Ventura*, Vol. 12, No.1, (2009).

³² Riskin Hidayat, "Keputusan Investasi dan Financial Constraints: Studi Empiris pada Bursa Efek Indonesia", *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Edisi April 2010.

³³ Agus Sartono, *Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi* (Yogyakarta: BPFE Yogyakarta, 2008).

³⁴ Lihan Rini Puspo Wijaya dan Bandi Anas Wibawa, "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan", *Simposium Nasional Akuntansi 13 Purwokerto*, (2010).

³⁵ Eugene F Brigham dan Joel F. Houston, *Manajemen Keuangan* (Jakarta: Erlangga, 1999).

D. Kebijakan Dividen

Salah satu *return* yang akan diperoleh para pemegang saham adalah dividen. Menurut Napa, dividen merupakan bagian dari laba bersih yang dibagikan kepada para pemegang saham (pemilik modal sendiri)³⁶. Sementara menurut Sunariyah, dividen adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan³⁷. Berdasarkan kedua pendapat tersebut, maka dapat dikatakan bahwa dividen merupakan proporsi pembagian laba yang diperoleh perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham perusahaan³⁸.

Terdapat beberapa teori yang berkenaan dengan kebijakan dividen, di antaranya sebagai berikut:

1. *Dividend Irrelevant Theory*

Modigliani Miller berpendapat bahwa dalam kondisi keputusan investasi yang *given*, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Modigliani Miller berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan, dengan demikian nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Modigliani Miller membuktikan pendapatnya secara matematis dengan berbagai asumsi, yaitu pasar modal yang sempurna sehingga semua investor bersikap rasional, tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan, tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* dan biaya transaksi, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap terhadap biaya modal sendiri perusahaan, serta semua informasi tersedia untuk setiap individu terutama yang menyangkut kesempatan investasi³⁹.

³⁶ Awat Napa J., *Manajemen Keuangan : Pendekatan Sistematis* (Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama, 1999), 151.

³⁷ Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal Edisi Keempat* (Yogyakarta: UPP AMP YKPN, 2004), 48.

³⁸ Alfredo Mahendra, "Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan", *Tesis*, Denpasar: Universitas Udayana, 2011.

³⁹ Sartono, *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi edisi Keempat*, 54.

2. *Bird in The Hand Theory*

Gordon Lintner beranggapan bahwa investor memandang satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara, yang berarti bahwa kemungkinan *capital gain* yang diharapkan lebih besar risikonya dibandingkan dengan *dividend yield* yang pasti, sehingga investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk setiap pengurangan *dividend yield*⁴⁰. Salah satu keuntungan apabila menerapkan *bird in the hand theory* adalah dengan memberikan dividen yang tinggi, maka harga saham perusahaan juga akan semakin tinggi pula. Namun, ada kekurangan dalam *bird in the hand theory*, yaitu investor diharuskan untuk membayar pajak yang besar akibat dari dividen yang tinggi⁴¹.

3. Tax Differential Theory

Apabila dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividend yield* yang tinggi, sehingga perusahaan lebih baik menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimumkan nilai perusahaan⁴².

Kebijakan dividen dapat diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). *Dividend Payout Ratio* (DPR) menunjukkan perbandingan antara dividen per lembar saham (DPS) dengan laba per lembar saham (EPS). DPS menggambarkan jumlah dividen yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham untuk setiap saham yang diterbitkan oleh perusahaan. DPR digunakan dalam penelitian ini untuk menggambarkan kesejahteraan

⁴⁰ Ibid.

⁴¹ Suroto, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Studi Empiris pada Perusahaan LQ-45", *Serat Acitya – Jurnal Ilmiah UNTAG Semarang*, Vol 7 No 2 (2018).

⁴² Sartono, *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi edisi Keempat*, 54.

para pemegang saham karena DPR akan mempengaruhi harga saham perusahaan. DPR dirumuskan dengan⁴³,

$$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividen per lembar saham (DPS)}}{\text{Laba per lembar saham (EPS)}}$$

E. Struktur Modal

Menurut Sartono, struktur modal adalah perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen, Kebijakan struktur modal merupakan bagian dari keputusan pendanaan perusahaan (*financing decision*)⁴⁴. Keputusan pendanaan adalah keputusan tentang bagaimana perusahaan mendanai aset-asetnya. Keputusan pendanaan dapat diartikan sebagai keputusan yang menyangkut struktur keuangan perusahaan (*financial structure*)⁴⁵. Menurut Murtini, keputusan pendanaan merupakan cara bagaimana perusahaan dapat mendanai kegiatan operasinya secara optimal dan juga bagaimana cara perusahaan mengkomposisikan sumber dana optimal yang harus dipertahankan⁴⁶.

Sumber pendanaan di dalam suatu perusahaan dibagi menjadi dua kategori yaitu pendanaan internal dan pendapatan eksternal. Pendanaan internal dapat diperoleh dari sumber laba ditahan dan depresiasi. Sedangkan pendapatan eksternal dapat diperoleh dari penerbitan saham dan obligasi baru. Keputusan yang berhubungan dengan pendanaan internal akan menentukan kebijakan dividen yang digambarkan melalui *dividen payout ratio*. Sedangkan keputusan yang berhubungan dengan pendanaan eksternal akan mengarah pada pengambilan keputusan

⁴³ Lihan Rini Puspo Wijaya, "Implikasi Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan", Tesis S2, Program Magister Akuntansi, Universitas Sebelas Maret Surakarta, 2010.

⁴⁴ Naning Fatmawatie, *Pengaruh struktur Modal dan Kebijakan Dividen terhadap Biaya Keagenan dan Nilai Perusahaan: Studi pada Perusahaan yang Tercatat pada Bursa Efek Indonesia*, 39.

⁴⁵ Dani Gustian, "Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Keputusan Investasi, dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2010-2014", Artikel, Universitas Negeri Padang, 2017.

⁴⁶ Umi Murtini, "Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan terhadap Nilai Perusahaan", *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 4 No. 1, (Februari 2008).

mengenai struktur modal yakni menentukan proporsi antara utang jangka panjang dan modal sendiri⁴⁷.

Terdapat beberapa teori yang berkenaan dengan struktur modal, di antaranya sebagai berikut:

1. *Trade-off theory*

Trade-off theory menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan utang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan⁴⁸. Esensi *trade off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan risiko sebagai akibat dari penggunaan utang. Sejauh manfaat lebih besar, maka tambahan utang masih diperkenankan. Namun apabila risiko sudah lebih besar, maka tambahan utang sudah tidak diperbolehkan⁴⁹. *Trade-off theory* telah mempertimbangkan berbagai faktor seperti *corporate tax*, biaya kebangkrutan, dan *personal tax* dalam menjelaskan mengapa suatu perusahaan memilih suatu struktur modal tertentu⁵⁰. Kesimpulan *trade-off theory* adalah penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu.

2. *Pecking order theory*

Pecking order theory menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana manajer pertama kali akan memilih menggunakan laba ditahan, utang, dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Teori ini disebut *pecking order* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling

⁴⁷ Dani Gustian, “Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Keputusan Investasi, dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2010-2014”, Artikel, Universitas Negeri Padang, 2017.

⁴⁸ Eugene F Brigham dan Joel F. Houston, *Manajemen Keuangan* (Jakarta: Erlangga, 2011).

⁴⁹ Suroto, “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Studi Empiris pada Perusahaan LQ-45”, *Serat Acitya – Jurnal Ilmiah UNTAG Semarang*, Vol 7 No 2 (2018).

⁵⁰ Suad Husnan, *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)* (Yogyakarta: BPFE, 2013).

disukai⁵¹. Menurut Myers bahwa *pecking order theory* menyampaikan empat hal berikut⁵²,

- a. Perusahaan lebih mengutamakan sumber dana internal
- b. Perusahaan berupaya menyesuaikan target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasinya. Namun perusahaan juga berupaya menghindari kebijakan dividen secara drastis.
- c. Kebijakan dividen yang ketat ditambah dengan fluktuasi profitabilitas dan adanya peluang investasi yang tak terduga, mengakibatkan sumber dana internal tidak sesuai dengan kebutuhan investasi. Akhirnya jika sumber dana internal tidak sesuai dari kebutuhan investasinya, perusahaan akan menggunakan saldo kas atau menjual portofolio surat-surat berharga yang dimiliki.
- d. Apabila pendanaan dari luar diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu pertama-tama dengan menerbitkan obligasi, kemudian diikuti dengan penerbitan sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi). Bila dirasa masih belum mencukupi, barulah pihak perusahaan menerbitkan saham.

Berdasarkan keterangan di atas dapat kita ketahui dalam *Pecking Order Theory*, jenis modal sendiri hanya ada dua, yaitu internal dan eksternal. Pada kondisi ini perusahaan cenderung lebih suka pada sumber dana internal. Alasannya, dana internal lebih memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu membuka diri dari sorotan publik, selain itu perusahaan dapat mencapai maksimalisasi nilai kekayaan pemegang saham. Biasanya bila perusahaan menerbitkan saham baru, besar kemungkinan akan terjadi penurunan harga saham, akibat *asymmetric information*, disamping potensi munculnya tambahan–

⁵¹ Ibid.

⁵² Naning Fatmawatie, *Pengaruh struktur Modal dan Kebijakan Dividen terhadap Biaya Keagenan dan Nilai Perusahaan: Studi pada Perusahaan yang Tercatat pada Bursa Efek Indonesia*, 55.

tambahan biaya dan adanya risiko yang ditimbulkan, misalnya *financial distress*⁵³.

3. *Agency approach*

Menurut *agency approach* penggunaan hutang adalah salah satu cara untuk mengurangi konflik keagenan yang terjadi antara pemegang saham dengan manajer. Pendanaan dengan hutang diharapkan dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* dan memberikan dampak disiplin pada manajer. Penggunaan hutang akan memaksa manajer untuk menghemat kas dengan menghilangkan pengeluaran yang tidak diperlukan⁵⁴.

Keputusan pendanaan dalam hal struktur modal dapat diprosikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas yang dirumuskan dengan⁵⁵,

$$\text{Debt to Equity Ratio (DPR)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

F. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan (*size*) merupakan suatu indikator yang menunjukkan kekuatan finansial perusahaan. Semakin besar aset suatu perusahaan maka akan semakin besar pula modal yang ditanam, semakin besar total penjualan suatu perusahaan maka akan semakin banyak juga perputaran uang dan semakin besar kapitalisasi pasar maka semakin besar pula perusahaan dikenal masyarakat. Ukuran perusahaan menggambarkan

⁵³ Naning Fatmawatie, *Pengaruh struktur Modal dan Kebijakan Dividen terhadap Biaya Keagenan dan Nilai Perusahaan: Studi pada Perusahaan yang Tercatat pada Bursa Efek Indonesia*, 56.

⁵⁴ Dani Gustian, “*Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Keputusan Investasi, dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2010-2014*”, Artikel, Universitas Negeri Padang, 2017.

⁵⁵ Lihan Rini Puspo Wijaya dan Bandi Anas Wibawa, “Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan”, *Simposium Nasional Akuntansi 13 Purwokerto*, (2010).

besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat ditunjukkan dengan total aset, total penjualan, rata-rata tingkat penjualan⁵⁶.

Eka mendefinisikan ukuran perusahaan adalah suatu peningkatan dari kenyataan bahwa perusahaan besar akan memiliki kapitalisasi yang besar, nilai buku yang besar dan laba yang tinggi. Ukuran perusahaan juga dapat diukur dari besar kecilnya suatu total aktiva yang ada di perusahaan, nilai pasar dan lain sebagainya⁵⁷. Menurut Weston dan Brigham menyatakan bahwa suatu perusahaan yang besar dan mapan (stabil) akan lebih mudah untuk ke pasar modal. Kemudahan untuk ke pasar modal maka berarti fleksibilitas bagi perusahaan besar lebih tinggi serta kemampuan untuk mendapatkan dana dalam jangka pendek juga lebih besar daripada perusahaan kecil⁵⁸.

Ukuran perusahaan secara langsung mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas operasi suatu perusahaan. Pada umumnya semakin besar suatu perusahaan maka akan semakin besar pula aktivitasnya. Dengan demikian, ukuran perusahaan juga dapat dikaitkan dengan besarnya kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan⁵⁹. Ukuran perusahaan dapat diprosikan dengan logaritma natural dari total aset atau aktiva perusahaan⁶⁰,

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Log natural (total aktiva)}$$

Berdasarkan definisi yang telah diuraikan di atas dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang mempunyai perkembangan sangat cepat maka perusahaan tersebut akan lebih cenderung mempunyai nilai perusahaan yang baik sedangkan jika perusahaan tersebut lebih berhati – hati dalam

⁵⁶ Ardi Murdoko Sudarmadji dan Lana Sularto, “Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, dan Tipe Kepemilikan Perusahaan terhadap Luas Voluntary Disclosure Laporan Keuangan Tahunan”, *Proceeding PESAT*, Vol. 2.

⁵⁷ Putu Eka Lestari, “Pengaruh Struktur Modal dan Kepemilikan Manajerial serta Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”, Skripsi S1, Fakultas Ekonomi Universitas Udayana, 2010.

⁵⁸ E. F. Brigham dan J.F. Weston, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Edisi Kesembilan Jilid 2* (Jakarta: Erlangga, 2005).

⁵⁹ Nisa Fidyati, “Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan”, *Jurnal Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi*, Vol. 1 No. 1, (Januari 2003).

⁶⁰ U. Sujoko dan Soebiantoro, “Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan”, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 9, 47.

menjalankan operasional yang dilakukan di perusahaan atau kecenderungan mempunyai pertumbuhan yang lambat maka perusahaan tersebut dapat mempunyai nilai negatif dikalangan masyarakat dan nilai perusahaan juga akan buruk⁶¹.

G. Profitabilitas

Profitabilitas (keuntungan) merupakan hasil dari kebijaksanaan yang diambil oleh manajemen. Rasio profitabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktivitas normal bisnisnya. Tujuan operasional dari sebagian besar perusahaan adalah untuk memaksimalkan profit, baik profit jangka pendek maupun profit jangka panjang⁶².

Rasio profitabilitas atau dikenal juga sebagai rasio rentabilitas. Di samping bertujuan untuk mengetahui 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 aset, maupun penggunaan modal. Rasio ini dapat digunakan sebagai alat untuk mengukur tingkat efektifitas kinerja manajemen. Kinerja yang baik akan ditunjukkan lewat keberhasilan manajemen laba yang maksimal bagi perusahaan⁶³.

Pengukuran rasio profitabilitas dapat dilakukan dengan membandingkan antara berbagai komponen yang ada di dalam 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

⁶¹ Suroto, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Studi Empiris pada Perusahaan LQ-45", *Serat Acitya – Jurnal Ilmiah UNTAG Semarang*, Vol 7 No 2 (2018).

⁶² Hery, *Analisis Kinerja Manajemen* (Jakarta: Grasindo, 2015), 192.

⁶³ Darsono, *Manajemen Keuangan Pendekatan Prakti, Kajian Pengambilan Keputusan Bisnis Berbasis Analisis Keuangan* (Jakarta: Diadit Media, 2006), 55.

melakukan analisis rasio keuangan secara berkala memungkinkan bagi manajemen untuk secara aktif menetapkan langkah-langkah perbaikan dan efisiensi. Selain itu, perbandingan juga dapat dilakukan terhadap target yang telah ditetapkan sebelumnya, atau bisa juga dibandingkan dengan skala rasio rata-rata industri.⁶⁴

Rasio profitabilitas tidak hanya berguna bagi perusahaan saja, melainkan juga bagi pihak luar perusahaan. Dalam praktiknya, ada banyak manfaat yang dapat diperoleh dari rasio profitabilitas, baik bagi pihak pemilik perusahaan, manajemen perusahaan, maupun para pemangku kepentingan lainnya yang terkait dengan perusahaan. Berikut adalah tujuan dan manfaat rasio profitabilitas secara keseluruhan⁶⁵:

1. Untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu.
2. Untuk menilai posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang.
3. Untuk menilai perkembangan laba dari waktu ke waktu.
4. Untuk mengukur seberapa besar jumlah laba bersih yang akan dihasilkan dari setiap rupiah dana yang tertanam dalam total aset.
5. Untuk mengukur margin laba kotor atas penjualan bersih.
6. Untuk mengukur margin laba operasional atas penjualan bersih.
7. Untuk mengukur margin laba bersih atas penjualan bersih.

Return On Equity (ROE) merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan modal sendiri yang dimiliki. sehingga pengembalian atas ekuitas ada yang menyebut dengan rentabilitas modal sendiri. ROE membandingkan laba bersih setelah pajak (dikurangi dividen saham biasa) dengan ekuitas yang telah diinvestasikan pemegang saham di perusahaan. ROE merupakan alat analisis keuangan untuk mengukur profitabilitas yang mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bagi pemegang saham, semakin besar nilai ROE mencerminkan

⁶⁴ Hery, *Analisis Kinerja Manajemen*, 192.

⁶⁵ Ibid.

kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atau keuntungan. Sehingga nilai ROE yang tinggi seringkali mencerminkan penerimaan perusahaan atas peluang investasi yang baik dan manajemen biaya yang aktif⁶⁶. ROE diformulasikan dengan⁶⁷,

$$\text{Return On Equity (ROE)} = \frac{\text{Laba setelah Pajak (EAT)}}{\text{Total Ekuitas}}$$

⁶⁶ James C. Van Horne dan John M. Wachowicz JR., *Fundamentals of Financial Management: Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan* (Jakarta: Salemba Empat, 2005), 225.

⁶⁷ Citra Mulya Sari, “Pengaruh Struktur Modal dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) sebagai Variabel Moderating- Studi Pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar dalam Index Saham Syariah Indonesia”, Tesis S2, Program Magister Ekonomi Syariah, UIN Malang, 2017.

