

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. *Corporate Financial*

Ross (2015:2), setiap memutuskan untuk menjalankan sebuah perusahaan yang memproduksi bola tenis. Untuk melakukan ini, diperlukan menyewa manajer untuk membeli bahan baku, untuk mengumpulkan tenaga kerja yang akan memproduksi dan menjual sepuluh bola tenis jadi. Dalam bahasa keuangan, organisasi harus melakukan investasi dalam aset, seperti inventaris, mesin, tanah, dan tenaga kerja. Jumlah uang tunai yang diinvestasikan dalam aset harus dicocokkan dengan jumlah uang tunai yang sama yang dikumpulkan untuk pembiayaan. Ketika perusahaan mulai menjual bola tenis, perusahaan akan menghasilkan uang. Ini adalah dasar dari penciptaan nilai. Tujuan perusahaan adalah untuk menciptakan nilai bagi organisasi, pemilik (pemegang saham). Dengan kata lain, tujuan perusahaan dan manajernya adalah memaksimalkan nilai kekayaan pemegang saham. Nilai tersebut tercermin dalam kerangka model neraca sederhana perusahaan. Secara tradisional, topik keuangan dikelompokkan menjadi empat bidang utama:

1. Keuangan perusahaan
2. Investasi
3. Lembaga keuangan
4. Keuangan internasional

Satu hal yang harus kita perhatikan adalah bahwa istilah keuangan perusahaan tampaknya menyiratkan bahwa apa yang kita bahas hanya relevan dengan perusahaan, tetapi kenyataannya adalah bahwa hampir semua topik yang kita pertimbangkan jauh lebih luas dari itu. Mungkin keuangan bisnis akan sedikit lebih deskriptif, James C. van Horne, (C. Van Horne, James & Wachowichz JR, Jhon M. 1997. Manajemen Keuangan, Edisi Indonesia, Ahli Bahasa : Heru Sutoxjo, SE, M.Sc. Prentice-Hall Inc. A Simons & Schuster Company, Englewood Cliffs, New Jersey; Salemba Empat, Jakarta.) mendefinisikan manajemen keuangan adalah segala aktivitas yang berhubungan dengan perolehan, pendanaan, dan pengelolaan aktiva dengan beberapa tujuan menyeluruh. Dari definisi tersebut dapat diartikan bahwa kegiatan manajemen keuangan adalah berkutat di sekitar:

1. Bagaimana memperoleh dana untuk membiayai usahanya.
 2. Bagaimana mengelola dana tersebut sehingga tujuan perusahaan tercapai.
- Bagaimana perusahaan mengelola aset yang dimiliki secara efisien dan efektif.

Sedangkan fungsi dari pembuatan keputusan manajemen keuangan menurut beliau dibagi ke dalam:

1. Keputusan sehubungan dengan investasi.
2. Pendanaan.
3. Manajemen aktiva.

Keputusan sehubungan dengan investasi, berkaitan dengan jumlah aktiva dimiliki, kemudian penempatan komposisi masing masing aktiva, misalnya berapa alokasi kas, aktiva tetap atau aktiva lainnya. Keputusan investasi ini berkaitan erat dengan sisi kiri dari laporan keuangan neraca. Keputusan pendanaan, merupakan keputusan yang berkaitan dengan jumlah dana yang disediakan perusahaan, baik yang bersifat utang atau modal sendiri dan biasanya berhubungan dengan sebelah kanan laporan keuangan neraca. Manajer keuangan harus memikirkan penggabungan dana yang dibutuhkan, termasuk pemilihan jenis dana yang dibutuhkan, apakah jangka pendek atau jangka panjang atau modal sendiri, serta kebijakan dividen.

Keputusan manajemen aktiva, hal ini berkaitan dengan pengelolaan aktiva secara efisien, terutama dalam hal aktiva lancar dan aktiva tetap. Pengelolaan aktiva lancar berkaitan erat dengan manajemen modal kerja dan yang berkaitan dengan aktiva tetap adalah yang berkaitan dengan manajemen investasi.

Sementara itu Brigham (Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2014. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Buku 1. Edisi 11. Jakarta : Salemba Empat.) mengatakan manajemen keuangan adalah seni (*art*) dan ilmu (*science*), untuk *memenage* uang, yang meliputi proses, institusi/lembaga, pasar, dan instrumen yang terlibat dengan masalah transfer uang di antara individu, bisnis, dan pemerintah. Dari pengertian ini dapat disimpulkan bahwa aktivitas manajemen keuangan berkaitan erat dengan pengelolaan keuangan perusahaan, termasuk lembaga yang berhubungan erat dengan sumber pendanaan dan investasi keuangan perusahaan serta instrumen keuangan.

2.1.1.1. *Financial Management*

2.1.1.1.1. *Definisi Financial Management*

Sudana (2011:1) menyatakan financial management merupakan salah satu bidang dari manajemen fungsional perusahaan yang terkait pengambilan keputusan mengenai investasi jangka panjang dan pengelolaan modal kerja perusahaan (meliputi investasi dan pendanaan jangka pendek). Lebih detail, Farah Margaretha (2014:2) menjabarkan financial management sebagai suatu proses pengambilan keputusan tentang aset, pembiayaan dari aset tersebut dan pendistribusian dari seluruh cash flow yang potensial yang dihasilkan dari asset tersebut. Musthafa

(2017:3) menjelaskan bahwa keputusan terkait financial management meliputi keputusan investasi, keputusan pemenuhan kebutuhan dana dan keputusan kebijakan. Asnaini (2012) menambahkan bahwa aktivitas financial management terkait dengan upaya untuk mendapatkan dana bagi kepentingan perusahaan dengan biaya yang minimal dan melalui pengalokasian dana tersebut secara efisien dengan tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Dewi Utari (2014:1) lebih condong bahwa efektifitas dan efisiensi penggunaan dana tersebut adalah untuk kegiatan operasi organisasi.

Dari sudut pandang manajemen strategi, Fahmi (2015:2) mengemukakan bahwa: *financial management* adalah harmonisasi ilmu dan seni yang mengkaji dan menganalisis mengenai bagaimana manajer keuangan mencari, mengelola dan mendistribusikan dana dengan mempergunakan seluruh sumberdaya perusahaan dengan tujuan untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham (*shareholder*) dan keberlanjutan (*sustainability*) operasional perusahaan.”

Dari teori-teori di atas, dapat disimpulkan bahwa *financial management* adalah suatu proses aktivitas perencanaan (meliputi kajian, analisis dan kebijakan inventasi dan pendanaan) dalam rangka pencarian dana, dan pengelolaan (meliputi alokasi) dana yang didapat pada perusahaan profit-oriented yang dilakukan oleh manajer keuangan untuk membiayai keseluruhan aktivitas perusahaan dalam rangka memaksimalkan kemakmuran *shareholder* dan keberlanjutan perusahaan.

2.1.1.1.2. Fungsi *Financial Management*

Fahmi (2015:3) menjelaskan bahwa *financial management* memegang fungsi penting sebagai pedoman pengambilan keputusan bagi manajer perusahaan. Manajer keuangan dibebaskan untuk secara kreatif melakukan hal-hal baru dalam pengelolaan perusahaan, namun tanpa mengesampingkan kaidah-kaidah yang berlaku dalam ilmu manajemen keuangan.

Dijabarkan Musthafa (2017:4) bahwa fungsi *financial management* dikategorikan menjadi 3 sebagai berikut:

1. Fungsi Pengendalian Ekuitas, yang meliputi aktivitas-aktivitas:
 - a. *Cash flow forecasting* (perencanaan aliran kas), yakni penganggaran uang tunai atau uang kas yang siap apabila pada suatu masa diperlukan untuk memenuhi pembayaran.
 - b. *Fundraising* (pencarian dana), mencakup ketersediaan dana baik dari internal maupun eksternal perusahaan dengan biaya yang paling murah.
 - c. Menjalin dan menjaga hubungan baik dengan berbagai lembaga keuangan agar mudah dalam pemenuhan kebutuhan dana jika diperlukan pada saat-saat tertentu.

2. Fungsi Pengendalian Laba

- a. *Cost control* (pengendalian biaya), yakni perencanaan keuangan yang matang untuk menghindari pos-pos biaya yang memboroskan dana perusahaan.
- b. *Pricing* (penentuan harga), yakni penentuan harga jual produk atau jasa yang kompetitif dari pesaing.
- c. *Profit Planning* (perencanaan laba), yakni perencanaan terkait proyeksi keuntungan perusahaan pada suatu periode tertentu di masa depan.
- d. *Cost of capital* (pengukuran biaya modal), yakni perhitungan seluruh biaya atas modal perusahaan, termasuk modal pemilik perusahaan karena modal penggunaan modal tersebut harus menghasilkan *return*.

3. Fungsi manajemen

- a. *Decision maker* (pengambil keputusan), yakni manajer keuangan harus menjalankan fungsi sebagai pengambil keputusan yang berorientasi pada keuntungan perusahaan dalam pengendalian laba atau likuiditas.
- b. *Fund manager* (pengelola), yakni manajer keuangan harus mengelola Aktiva dan Dana perusahaan.

2.1.1.1.3. Tujuan *Financial Management*

Dirangkum dari beberapa teori, *financial management* dilakukan atas dasar tujuan:

1. Meminimalkan biaya yang dikeluarkan dalam operasional perusahaan.
2. Memperkecil risiko perusahaan di masa sekarang dan yang akan datang (Fahmi, 2015:4).
3. Memaksimalkan laba agar para pemilik dan *shareholder* dapat menerima *return* lebih besar dari investasi yang telah dilakukan.
4. Mempertahankan keberlangsungan operasional perusahaan dengan mengendalikan stabilitas keuangan perusahaan (Fahmi, 2015:4).
5. Memaksimalkan nilai perusahaan (Husnan & Pudjiastuti, 2015:6-7 dan Fahmi, 2015:4). Musthafa (2017:5) mengkategorikan tujuan *financial management* menjadi 2 (dua) pendekatan, yakni:

1. Pendekatan Keuntungan dan Risiko
 - a. Maksimalisasi laba perusahaan .
 - b. Minimalisasi risiko melalui efisiensi biaya operasional perusahaan.
2. Pengawasan dana masuk, dana keluar dan antisipasi penyimpangan penggunaan dana.

3. Menjaga fleksibilitas operasional perusahaan.
4. Pendekatan Likuiditas Profitabilitas:
 - a. Menjaga profitabilitas perusahaan, manajer keuangan harus memastikan perolehan laba perusahaan dalam jangka panjang.
 - b. Menjaga likuiditas perusahaan, manajer keuangan harus memastikan ketersediaan uang kas untuk memenuhi kewajiban finansialnya dengan segera.

2.1.1.1.4. Peran *Financial Management*

Financial management memegang peran yang sangat penting dalam perusahaan karena fungsi-fungsi perusahaan lain (produksi, pemasaran, sumber daya manusia, dll) tidak akan dapat berjalan tanpa dukungan *financial management* yang baik.

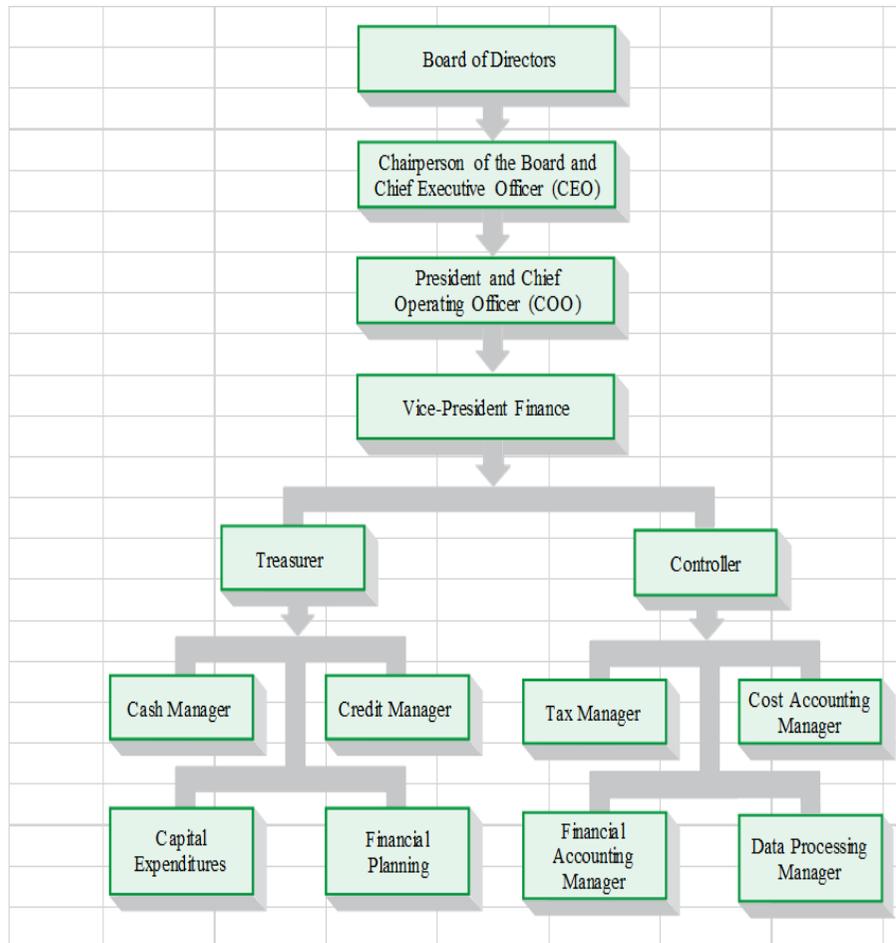
Stephen A. Ross (Corporate finance, 2015:4), di perusahaan besar, aktivitas keuangan biasanya dikaitkan dengan pejabat senior perusahaan (seperti wakil presiden keuangan) dan beberapa pejabat yang lebih rendah. Gambar 2.1. menggambarkan salah satu contoh struktur organisasi umum yang menekankan aktivitas keuangan dalam perusahaan. Melapor kepada wakil presiden keuangan adalah bendahara dan pengendali. Bendahara bertanggung jawab untuk menangani arus kas, menganalisis pengeluaran modal, dan membuat rencana pembiayaan. Pengontrol menangani fungsi akuntansi, yang meliputi pajak, akuntansi biaya dan keuangan, dan sistem informasi. Diskusi kita tentang keuangan perusahaan jauh lebih relevan dengan fungsi bendahara.

Seperti yang ditunjukkan Gambar 2.1 dibawah ini, ada empat kategori posisi umum di bawah bendahara. Perusahaan biasanya mempekerjakan lulusan BA atau MBA dengan latar belakang keuangan untuk posisi ini. Sebaliknya, posisi di bawah pengontrol lebih diarahkan pada lulusan dengan jurusan akuntansi atau sebutan profesional, seperti CGA, CMA, atau CA. Kami berpikir bahwa pekerjaan manajer keuangan yang paling penting adalah menciptakan nilai dari penganggaran modal, pembiayaan, dan kegiatan likuiditas perusahaan. Bagaimana manajer keuangan menciptakan nilai?

1. Perusahaan harus mencoba membeli aset yang menghasilkan lebih banyak uang daripada biayanya.
2. Perusahaan harus menjual obligasi, saham, dan instrumen keuangan lainnya yang mengumpulkan lebih banyak uang tunai daripada biayanya.

Dengan demikian, perusahaan harus menciptakan lebih banyak arus kas dari pada yang digunakannya. Arus kas yang dibayarkan kepada pemegang obligasi dan pemegang saham perusahaan harus lebih tinggi dari arus kas yang dimasukkan

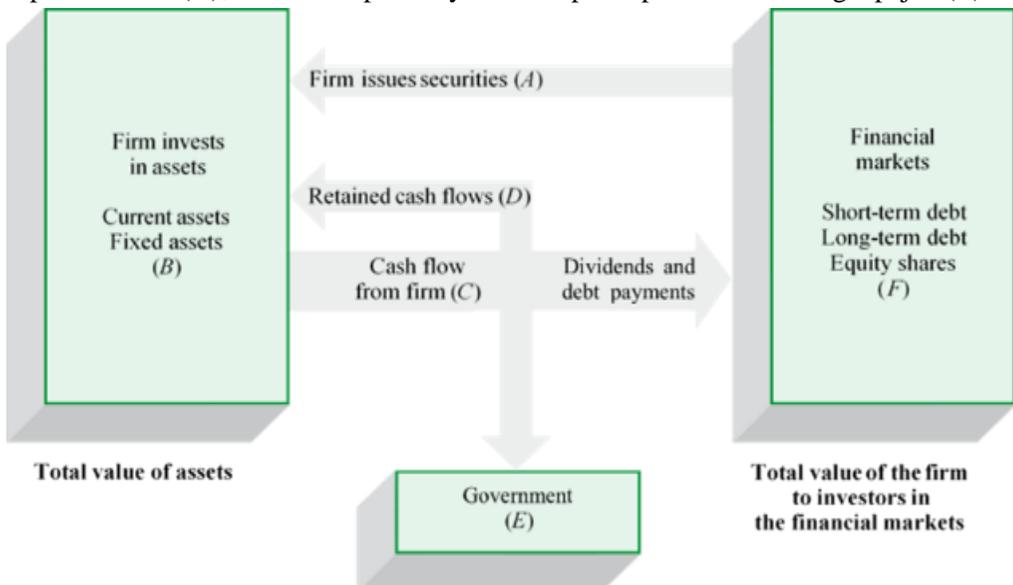
ke dalam perusahaan oleh pemegang obligasi dan pemegang saham. Untuk melihat bagaimana hal ini dilakukan, kita dapat melacak arus kas dari perusahaan ke pasar keuangan dan kembali lagi.



Gambar 2.1. Hypothetical Organization Chart

- (A) *Firm issues securities to raise cash (the financing decision).*
- (B) *Firm invests in assets (capital budgeting).*
- (C) *Firm's operations generate cash flows.*
- (D) *Retained cash flows are reinvested in firm.*
- (E) *Cash is paid to government as taxes.*
- (F) *Cash is paid out to investors in the form of interest and dividends.*

Interaksi keuangan perusahaan dengan pasar keuangan diilustrasikan pada Gambar 2.2 berikut. Untuk membiayai investasi yang direncanakan, perusahaan menjual saham utang dan ekuitas kepada peserta di pasar keuangan. Hasilnya adalah arus kas dari markets keuangan ke perusahaan (A). Uang tunai ini diinvestasikan dalam kegiatan investasi perusahaan (B) oleh manajemen perusahaan. Uang tunai yang dihasilkan oleh perusahaan (C) dibayarkan kepada pemegang saham dan pemegang obligasi (F). Pemegang saham menerima uang tunai dari perusahaan dalam bentuk dividen atau sebagai pembelian kembali saham. Pemegang obligasi yang meminjamkan dana ke perusahaan menerima bunga dan ketika pinjaman awal dilunasi pokok nya. Tidak semua uang tunai perusahaan dibayarkan kepada pemegang saham dan pemegang obligasi. Beberapa dipertahankan (D), dan beberapa dibayarkan kepada pemerintah sebagai pajak (E).



Gambar 2.2. *Cash Flows between the Firm and the Financial Markets*

2.1.1.1.5. Tujuan Manajerial

Tujuan manajerial berbeda dari pemegang saham. Apa yang akan dilakukan manajer jika mereka dibiarkan mengejar tujuan mereka sendiri dari pada tujuan pemegang saham?

Williamson mengusulkan gagasan *preferensi pengeluaran*. Dia berpendapat bahwa manajer memperoleh nilai dari jenis pengeluaran tertentu. Secara khusus, mobil perusahaan, perabot kantor, lokasi kantor, dan dana untuk investasi diskresioner memiliki nilai bagi manajer di luar yang berasal dari produktivitas mereka.

Donaldson melakukan serangkaian wawancara dengan kepala eksekutif dari beberapa perusahaan besar. Ia menyimpulkan bahwa manajer dipengaruhi oleh tiga motivasi mendasar dalam mendefinisikan misi perusahaan:

1. Kelangsungan hidup. Kelangsungan hidup organisasi berarti bahwa manajemen harus selalu memerintahkan sumber daya yang cukup untuk mendukung kegiatan perusahaan.
2. Kemerdekaan. Ini adalah kebebasan untuk membuat keputusan dan mengambil tindakan tanpa bertemu pihak eksternal atau bergantung pada pasar keuangan luar.
3. Swasembada. Manajer tidak ingin bergantung pada pihak eksternal.

Motivasi ini mengarah pada apa yang disimpulkan Donaldson sebagai tujuan keuangan dasar manajer: maksimalisasi kekayaan perusahaan. Kekayaan perusahaan adalah kekayaan di mana manajemen memiliki kendali efektif; Ini terkait erat dengan pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan. Kekayaan perusahaan belum tentu kekayaan pemegang saham. Kekayaan perusahaan cenderung mengarah pada peningkatan pertumbuhan dengan menyediakan dana untuk pertumbuhan dan membatasi sejauh mana ekuitas meningkat. Peningkatan pertumbuhan dan ukuran belum tentu sama dengan peningkatan kekayaan pemegang saham.

2.1.1.1.6. Keputusan Manajemen Keuangan

Seperti yang disarankan oleh diskusi kami sebelumnya, manajer keuangan harus memperhatikan tiga jenis pertanyaan dasar. Kami mempertimbangkan ini secara lebih rinci selanjutnya.

Penganggaran Modal Pertanyaan pertama menyangkut investasi jangka panjang perusahaan. Proses perencanaan dan pengelolaan investasi jangka panjang perusahaan disebut penganggaran modal. Dalam penganggaran modal, manajer keuangan mencoba mengidentifikasi peluang investasi yang lebih berharga bagi perusahaan daripada biaya untuk memperolehnya. Secara longgar, ini berarti bahwa nilai arus kas yang dihasilkan oleh suatu aset melebihi biaya aset tersebut.

Terlepas dari investasi spesifik yang dipertimbangkan, manajer keuangan harus memperhatikan berapa banyak uang tunai yang mereka harapkan untuk diterima, kapan mereka berharap untuk menerimanya, dan seberapa besar kemungkinan mereka untuk menerimanya. Mengevaluasi *ukuran*, *waktu*, dan *risiko* arus kas masa depan adalah inti dari penganggaran modal. Bahkan, setiap kali kita mengevaluasi keputusan bisnis, ukuran, waktu, dan risiko arus kas akan, sejauh ini, hal terpenting yang akan kita pertimbangkan.

Pertanyaan kedua untuk manajer keuangan menyangkut bagaimana

perusahaan memperoleh pembiayaan yang dibutuhkan untuk mendukung investasi jangka panjangnya. Struktur modal perusahaan (atau struktur keuangan) mengacu pada campuran spesifik utang jangka panjang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasinya. Manajer keuangan memiliki dua kekhawatiran di bidang ini. Pertama: Berapa banyak yang harus dipinjam perusahaan? Kedua: Apa sumber dana yang paling murah untuk perusahaan?

Selain memutuskan bauran pembiayaan, manajer keuangan harus memutuskan dengan tepat bagaimana dan di mana mengumpulkan uang. Biaya yang terkait dengan peningkatan pembiayaan jangka panjang bisa sangat besar, sehingga kemungkinan yang berbeda harus dievaluasi dengan hati-hati. Juga, bisnis meminjam uang dari berbagai pemberi pinjaman dengan sejumlah cara berbeda. Memilih di antara pemberi pinjaman dan di antara jenis pinjaman adalah pekerjaan lain yang ditangani oleh manajer keuangan.

Manajemen Modal Kerja
 Pertanyaan ketiga menyangkut manajemen modal kerja. Istilah *modal kerja* mengacu pada aset jangka pendek perusahaan, seperti persediaan, dan kewajiban jangka pendeknya, seperti utang yang terutang kepada pemasok. Mengelola modal kerja perusahaan adalah kegiatan sehari-hari yang memastikan perusahaan memiliki sumber daya yang cukup untuk melanjutkan operasinya dan menghindari gangguan yang mahal. Ini melibatkan sejumlah kegiatan yang berkaitan dengan penerimaan dan pencairan uang tunai perusahaan.

Beberapa pertanyaan tentang modal kerja yang harus dijawab adalah sebagai berikut: (1) Berapa banyak uang tunai dan persediaan yang harus kita simpan? (2) Haruskah kita menjual secara kredit kepada pelanggan kita? (3) Bagaimana kami akan mendapatkan pembiayaan jangka pendek yang dibutuhkan? (4) Jika kita meminjam dalam jangka pendek, bagaimana dan di mana kita harus melakukannya? Ini hanyalah contoh kecil dari masalah yang muncul dalam mengelola modal kerja perusahaan.

Tiga bidang manajemen keuangan perusahaan yang telah kami jelaskan penganggaran modal, struktur modal, dan manajemen modal kerja adalah kategori yang sangat luas. Masing-masing mencakup beragam topik, dan kami hanya menunjukkan beberapa pertanyaan yang muncul di berbagai bidang. Bab-bab di depan berisi detail yang lebih besar.

2.1.2. Signal Theory

2.1.2.1. Definisi *Signal Theory*

Menurut Stephen A. Ross (Corporate finance, 2015: 208) keputusan *leverage* perusahaan melibatkan *trade-off* antara subsidi pajak dan biaya kesulitan keuangan. Struktur modal perusahaan dioptimalkan di mana subsidi marjinal untuk

utang sama dengan biaya marjinal.

Sebuah perusahaan dengan keuntungan yang diantisipasi rendah kemungkinan akan mengambil tingkat utang yang rendah. Pengurangan bunga kecil adalah semua yang diperlukan untuk mengimbangi semua laba sebelum pajak perusahaan ini. Terlalu banyak utang akan meningkatkan biaya yang mahal. Ini bahaya tidak sesuai yang diharapkan perusahaan. Perusahaan yang lebih sukses mungkin akan mengambil lebih banyak utang. Perusahaan ini dapat menggunakan bunga ekstra untuk mengurangi pajak dari pendapatannya yang lebih besar. Dan, karena lebih aman secara finansial, perusahaan ini akan menemukan utang tambahannya hanya meningkatkan risiko kebangkrutan sedikit. Dengan kata lain, perusahaan rasional menaikkan tingkat utang (dan pembayaran bunga bersamaan) ketika laba diperkirakan akan meningkat.

Investor rasional cenderung menyimpulkan nilai perusahaan yang lebih tinggi dari tingkat utang yang lebih tinggi. Dengan demikian, para investor ini cenderung menawar harga saham perusahaan setelah perusahaan telah, katakanlah, menerbitkan utang untuk membeli kembali ekuitas. Investor memandang utang sebagai *sinyal* nilai perusahaan.

Sekarang kita sampai pada insentif manajer untuk membodohi publik. Pertimbangkan perusahaan yang tingkat utangnya optimal. Artinya, manfaat pajak marjinal dari utang sama persis dengan biaya marjinal marjinal utang. Namun, bayangkan bahwa manajer perusahaan ingin menaikkan harga saham perusahaan saat ini, mungkin karena dia tahu bahwa banyak pemegang sahamnya ingin segera menjual saham mereka. Manajer ini mungkin ingin meningkatkan tingkat utang hanya untuk membuat investor *berpikir* bahwa perusahaan lebih berharga daripada yang sebenarnya. Jika strategi ini berhasil, investor akan mendongkrak harga saham.

Hal di atas menyiratkan bahwa perusahaan dapat menipu investor dengan mengambil beberapa *leverage* tambahan. Sekarang mari kita ajukan pertanyaan besar. Apakah ada manfaat untuk utang tambahan tetapi tidak ada biaya, mengisyaratkan bahwa semua perusahaan akan mengambil utang sebanyak mungkin? Jawabannya, untungnya, adalah bahwa ada biaya juga. Bayangkan bahwa sebuah perusahaan telah mengeluarkan utang tambahan hanya untuk menipu publik. Pada titik tertentu pasar akan belajar bahwa perusahaan tidak begitu berharga. Pada saat ini, harga saham harus benar-benar jatuh di bawah apa yang seharusnya jika utang tidak pernah meningkat. Mengapa?. Karena tingkat utang perusahaan sekarang berada di atas tingkat optimal. Artinya, manfaat pajak marjinal dari utang berada di bawah biaya utang marjinal. Jadi, jika pemegang saham saat ini berencana untuk menjual, katakanlah, setengah dari saham mereka sekarang dan

mempertahankan setengah lainnya, peningkatan utang akan membantu mereka dalam penjualan langsung tetapi kemungkinan merugikan mereka pada yang kemudian.

Sekarang inilah poin pentingnya. Kami katakan sebelumnya bahwa di dunia di mana manajemen tidak berusaha menipu investor, perusahaan yang berharga mengeluarkan lebih banyak utang daripada yang kurang berharga. Ternyata bahkan ketika manajer berusaha menipu investor, perusahaan yang lebih berharga masih ingin mengeluarkan lebih banyak utang dari pada perusahaan yang kurang berharga. Artinya, sementara semua perusahaan akan meningkatkan tingkat utang agak untuk menipu investor, biaya utang tambahan mencegah perusahaan yang kurang berharga mengeluarkan lebih banyak utang daripada perusahaan yang lebih berharga. Dengan demikian, investor masih dapat memperlakukan tingkat utang sebagai sinyal nilai perusahaan. Dengan kata lain, investor masih dapat melihat pengumuman utang sebagai tanda positif bagi perusahaan.

Di atas adalah contoh sederhana dari pensinyalan utang, dan orang dapat berpendapat bahwa itu terlalu disederhanakan. Misalnya, mungkin pemegang saham dari beberapa perusahaan ingin menjual sebagian besar saham mereka segera, sementara pemegang saham perusahaan lain hanya ingin menjual sedikit milik mereka sekarang. Tidak mungkin untuk mengatakan di sini apakah perusahaan dengan utang paling banyak adalah yang paling berharga atau hanya yang memiliki pemegang saham paling tidak sabar. Karena keberatan lain dapat diajukan juga, teori pensinyalan paling baik divalidasi oleh bukti empiris. Dan, untungnya, bukti empiris cenderung mendukung teori tersebut.

Misalnya, pertimbangkan bukti mengenai penawaran pertukaran. Perusahaan sering mengubah tingkat utang mereka melalui penawaran pertukaran, yang ada dua jenis. Jenis penawaran pertama memungkinkan pemegang saham untuk menukar sebagian saham mereka dengan utang, sehingga meningkatkan *leverage*. Tipe kedua memungkinkan pemegang obligasi untuk menukar sebagian utang mereka dengan saham, mengurangi *leverage*.

Pasar menyimpulkan dari peningkatan utang bahwa perusahaan lebih baik yang menyebabkan kenaikan harga saham. Sebaliknya, pasar menyimpulkan kebalikannya dari penurunan utang, menyiratkan penurunan harga saham. Dengan demikian, kami mengatakan bahwa manajer memberi sinyal informasi ketika mereka mengubah leverage.

Teori sinyal membahas tindakan-tindakan yang dilakukan manajemen suatu perusahaan untuk memberikan petunjuk (*clue*) kepada investor mengenai prospek perusahaan di masa mendatang dari perspektif manajemen perusahaan. Petunjuk mengenai kondisi perusahaan terkini akan dianalisis dan diinterpretasikan oleh

investor agar didapatkan hasil apakah petunjuk tersebut merupakan kabar baik (*good news*) atau kabar buruk (*bad news*).

Dalam teori *Ross Signaling Equilibrium* (Ross, 1977), dalam aktivitas *fundraising* (pencarian dana) secara internal, manajer keuangan dapat mempertimbangkan skema kompensasi dari pilihan keputusan modal antara ekuitas (sumber dana internal) atau utang (sumber dana eksternal). Keputusan modal ini akan mengungkapkan informasi yang dimiliki manajer tentang nilai intrinsik perusahaan.

Dalam salah satu setup mereka, pengumuman masalah saham adalah berita buruk bagi investor, seperti dalam menganalisis Myers-Majluf. Namun, pengaturan ini tidak menghasilkan urutan kekuasaan. Persons (1994) mempertanyakan apakah pemegang saham atau dewan direksi dapat dipercaya untuk berkomitmen pada skema kompensasi optimal yang ada dalam pikiran Dybvig dan Zender.

Teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal-sinyal terutama sinyal-sinyal yang bagus kepada pengguna informasi.

Teori sinyal ini menekankan adanya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi yang ditujukan kepada pihak luar perusahaan termasuk para investor dan pemangku kepentingan lainnya untuk menunjukkan bahwasannya perusahaan tersebut lebih baik dari perusahaan lain. Informasi tersebut merupakan unsur yang sangat penting bagi investor dan pemangku kepentingan lainnya, karena di dalam informasi tersebut menjelaskan mengenai keterangan, catatan, maupun gambaran perusahaan baik di masa lalu maupun di masa depan (Brigham & Houston, 2014).

2.1.2.2. Informasi yang Terkandung dalam Sinyal

Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan yang masa akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan dan bagaimana sasaran efeknya. Informasi yang lengkap, relevan, akurat, dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor dipasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi.

Informasi yang dikeluarkan oleh pihak manajemen merupakan suatu yang penting karena ini dapat mempengaruhi keputusan investasi pihak investor yang akan menanamkan sahamnya kepada perusahaan. Pada teori sinyal menyatakan perusahaan yang berkualitas baik akan memberikan sinyal secara sengaja kepada pasar, sehingga diharapkan pasar dapat membedakan kualitas dari perusahaan-perusahaan (Jogiyanto & Hartono, 2005).

Informasi tersebut penting bagi investor dan pelaku bisnis karena mengandung banyak catatan, rincian, dan gambaran keadaan masa lalu, saat ini, dan tentu saja masa yang akan datang untuk memperkirakan kemajuan perusahaan dan akibatnya pada perusahaan. Informasi laporan keuangan yang mencerminkan nilai perusahaan merupakan sinyal positif yang dapat mempengaruhi opini investor dan kreditor atau pihak-pihak berkepentingan lainnya.

2.1.2.3. Tujuan Signaling

Menurut Brigham, Eugene & Joul (2014:184) teori sinyal membahas terkait alasan sebuah perusahaan membagikan informasi pada pihak eksternal terutama investor.

Dybvig & Zender (1991) menyatakan bahwa manajemen perusahaan sebagai pihak internal memiliki kualitas informasi yang lebih baik dibandingkan investor. Teori signal bertujuan mengenai bagaimana para investor memiliki informasi yang sama dengan manajer perusahaan tentang prospek perusahaan (Yeye dalam Affinanda, 2015).

2.1.2.4. Dampak Signal Theory

Menurut Fahmi (2014) *signaling theory* berkaitan dengan naik turunnya harga dipasar yang akan memberikan pengaruh dalam keputusan investor. Tanggapan para investor terhadap sinyal positif dan negatif adalah sangat mempengaruhi kondisi pasar, mereka akan bereaksi dengan berbagai cara dalam menanggapi sinyal tersebut, seperti memburu saham yang dijual atau melakukan tindakan dalam bentuk tindakan bereaksi seperti “*wait and see*” atau tunggu dan lihat dulu perkembangan yang ada baru kemudian mengambil tindakan. Untuk dipahami keputusan wait and see bukan suatu yang tidak baik atau salah namun itu dilihat sebagai reaksi investor untuk menghindari timbulnya risiko yang besar karena faktor pasar yang belum member keuntungan atau berpihak kepadanya. Sehingga sinyal tentang informasi itu adalah suatu hal yang sangat penting bagi investor untuk mengetahui kapan harus melakukan jual beli saham, agar investor tersebut dapat mendapatkan return saham sesuai yang diharapkannya dan juga dapat menghindari risiko-risiko yang tidak diinginkan.

Jika sinyal baik, maka terjadi peningkatan dalam volume perdagangan saham perusahaan. Namun sebaliknya jika sinyal buruk, maka terjadi penurunan volume perdagangan saham perusahaan.

Peningkatan utang diartikan oleh pihak luar sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang dan adanya risiko bisnis yang rendah akan direspon secara positif oleh pasar (Brigham & Houston,

2001: 36).

2.1.2.5. Bentuk Informasi

Informasi yang terdapat di dalam laporan tahunan perusahaan dapat berupa informasi akuntansi dan informasi non-akuntansi. Dalam laporan tahunan perusahaan yang tercatat di bursa saham tersaji informasi-informasi relevan yang berguna bagi pengguna laporan.

Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lainnya yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik dari pada perusahaan lainnya (Meythi & Hartono, 2012). Dalam teori ini pihak manajemen perusahaan sebagai pihak internal memberikan sinyal berupa laporan keuangan kepada para investor atau pihak eksternal.

Informasi yang disajikan oleh perusahaan dalam bentuk laporan keuangan menjadi sinyal atau pengumuman kepada para investor terkait dengan kondisi keuangan perusahaan yang nantinya akan digunakan untuk keputusan investasi investor kepada perusahaan.

Dalam laporan keuangan dapat diketahui bagaimana kinerja dan kondisi keuangan perusahaan. Laporan keuangan yang menunjukkan laba positif dalam jangka waktu panjang menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik dan kondisi keuangan yang sehat. Hal ini berhubungan dengan pembagian dividen kepada pemegang saham. Selain itu, dapat dilihat dari nilai arus kas perusahaan. Arus kas yang tinggi dalam jangka waktu yang panjang mengindikasikan perusahaan mampu membayar utang kepada kreditor. Hal tersebut dapat memberikan sinyal positif kepada pengguna laporan keuangan.

2.1.2.6. Signal Theory dan *Financial Distress*

Teori sinyal dalam topik *financial distress* menjelaskan bahwa jika kondisi keuangan dan prospek perusahaan baik, manajer keuangan memberi sinyal dengan menyelenggarakan akuntansi liberal. Sebaliknya, jika perusahaan dalam kondisi *financial distress* dan mempunyai prospek yang buruk, manajer keuangan memberi sinyal dengan menyelenggarakan akuntansi konservatif. Oleh karena itu, teori sinyal digunakan untuk memberikan sinyal kepada para manajer tentang informasi yang baik dan buruk bagi perusahaan agar seorang manajer keuangan dapat mengambil tindakan atau langkah cepat dalam menyelesaikan masalah khususnya masalah kesulitan keuangan (*financial distress*) yang timbul di suatu perusahaan.

Perusahaan yang mengalami penurunan laba yang bernilai kecil dapat dikategorikan masuk kedalam kondisi *financial distress*. Laporan keuangan digunakan untuk memberikan kepercayaan kepada investor bahwa perusahaan

mampu membagikan dividen. Apabila dalam laporan keuangan terlihat adanya penurunan laba atau arus kas yang bernilai kecil, hal ini akan mengakibatkan keraguan dalam investor akan timbulnya kondisi *financial distress* di dalam perusahaan.

Informasi laporan keuangan disampaikan oleh pihak manajemen yang bertindak sebagai agen kepada pengguna laporan. Teori sinyal saling berhubungan dengan penelitian ini, yaitu pada *financial distress*. Laporan keuangan dibuat oleh pihak manajemen berdasarkan aktivitas-aktivitas yang terjadi diperusahaan pada periode tertentu. Perusahaan akan memberikan informasi melalui laporan keuangan dengan menunjukkan adanya laba negatif atau positif selama beberapa tahun yang diperoleh perusahaan. Dengan melihat dan mengukur laporan keuangan, akan dapat diketahui apakah perusahaan dalam kondisi sehat atau mengalami kondisi *financial distress*. Perusahaan yang mempunyai sinyal yang baik untuk investasi akan memperkecil kemungkinan terjadinya kondisi *financial distress*.

2.1. 2.7. Teori Keagenan

Teori keagenan menurut (Elyanto & Syafruddin, 2013) merupakan adanya pemisahan kepentingan antara kedua pihak yaitu principal (yang memberi kontrak) dengan manajer sebagai agent (yang menerima kontrak dan mengelola dana principal) dimana pemisahan kepentingan tersebut dapat menimbulkan konflik (agency problem) karena kedua pihak berusaha untuk memaksimalkan kebutuhan masing-masing, yang mana kebutuhan mereka saling bertentangan. Menurut Jensen dan Meckling dalam (Sakinah, 2018) menyatakan 16 bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan karena manajemen dan pemilik mempunyai kepentingan yang berbeda. Pihak principal sebagai pemilik modal mempunyai akses pada informasi internal perusahaan, sedangkan pada pihak agen sebagai pelaku dalam praktek operasional perusahaan mempunyai informasi mengenai operasi dan kinerja perusahaan secara nyata dan menyeluruh. Laporan keuangan digunakan para pemangku kepentingan dalam suatu perusahaan untuk menilai kondisi perusahaan. Laporan keuangan berisi informasi tentang aset, hutang, dan laba perusahaan. Jika suatu perusahaan memiliki nilai rasio hutang yang sangat besar maka berarti kemungkinan ada yang salah dengan kinerja para agent dalam mengelola perusahaan, bisa jadi para agent sengaja melakukan perbuatan untuk kepentingan individual. Perusahaan yang memiliki rasio hutang yang tinggi berarti meningkatkan resiko terjadinya financial distress yang mengarah kepada kebangkrutan. Dalam laporan keuangan juga memperlihatkan hasil penjualan yang dilakukan perusahaan. Jika penjualan meningkat maka laba yang didapatkan juga meningkat sehingga bisa dikatakan

kinerja yang dilakukan oleh agent baik dalam mengelola perusahaan. Keberhasilan dalam mengelola pekerjaan oleh agent akan menarik para investor-investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut. Jika mendapatkan investor baru 17 dan mengalami kenaikan laba mencerminkan kondisi keuangan yang sehat dan menjauhkan dari resiko terjadinya Financial Distress. Kondisi Financial Distress dapat dilihat dari ketidakmampuan untuk membayar kewajiban yang telah jatuh tempo. Laju arus kas dan besarnya laba sangat berhubungan dengan kondisi Financial Distress. Berdasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berguna sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima untung atas dana yang sudah mereka investasikan. Hal ini berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka. Sebaliknya, jika laporan keuangan pada kondisi buruk dalam pelaporan laba dan arus kasnya, hal ini dapat menunjukkan kondisi Financial Distress. Kondisi tersebut dapat menciptakan keraguan dari pihak investor dan kreditor untuk memberikan dananya karena tidak adanya kepastian atas return dana yang telah diberikan

2.1.3. Variabel Ekonomi Makro

Ilmu ekonomi makro merupakan salah satu cabang dari ilmu ekonomi, dimana ekonomi makro berfokus pada perilaku dan kebijakan ekonomi yang dapat mempengaruhi tingkat konsumsi dan investasi, neraca perdagangan dan pembayaran suatu negara, faktor-faktor penting yang mempengaruhi perubahan harga dan upah, kebijakan fiskal dan moneter, jumlah uang yang beredar, tingkat suku bunga dan jumlah utang negara.

Ekonomi makro memandang kegiatan ekonomi dengan memperhatikan struktur kegiatan ekonomi secara keseluruhan dan ruang lingkungannya lebih luas. Jadi ekonomi makro adalah ilmu yang membahas output, pendapatan, pekerjaan, konsumen, investasi, dan harga total atau agregat dalam ekonomi yang terlihat secara keseluruhan. Ekonomi makro adalah bagian dari ilmu ekonomi yang secara khusus mengeksplorasi kondisi ekonomi suatu dan wilayah secara luas dan menyeluruh serta merupakan studi tentang agregat dan rata-rata keseluruhan aspek ekonomi.

Secara ringkas dapat dikatakan bahwa Ekonomi makro sangat memperhatikan interaksi antara tenaga kerja, perputaran barang, dan asset-asset ekonomi yang mengakibatkan terjadinya kegiatan perdagangan tiap individu atau negara. Kondisi perekonomian suatu negara merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan-perusahaan yang ada di negara tersebut (Samsul, 2006:200).

Ekonomi makro menurut merupakan cabang ilmu ekonomi yang menelaah perilaku dari perekonomian atau tingkat kegiatan ekonomi secara keseluruhan (agregat), termasuk di dalamnya faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja perekonomian atau kegiatan ekonomi agregat tersebut (Nanga,2001:1). Ekonomi makro adalah cabang ilmu ekonomi yang berurusan dengan berbagai masalah Ekonomi makro yang penting (*major macroeconomic issues*) dan sekaligus merupakan persoalan yang dihadapi didalam kehidupan sehari-hari (Dornbusch & Fischer, 1994:3).

Ekonomi makro merupakan bagian dari ilmu ekonomi yang mengkhususkan mempelajari mekanisme bekerjanya perekonomian sebagai suatu keseluruhan. Dengan demikian hubungan-hubungan kausal yang ingin dipelajari oleh ilmu Ekonomi makro pada pokoknya ialah hubungan-hubungan antara variabel-variabel ekonomi agregatif. Diantara variabel-variabel ekonomi agregatif yang banyak dipersoalkan dalam Ekonomi makro antara lain: tingkat pendapatan nasional, tingkat kesempatan kerja, pengeluaran konsumsi rumah tangga, saving, investasi nasional, jumlah uang yang beredar, tingkat harga, tingkat bunga, neraca pembayaran internasional, stok kapital nasional, utang pemerintah (Soediyono, 1981:2).

Ekonomi makro sangat penting bagi para pembuat kebijakan (*policy makers*), karena beberapa alasan sebagai berikut:

1. Ekonomi makro dapat membantu para pembuat kebijakan (*policy makers*) untuk menentukan apa saja yang dapat dilakukan untuk membantu memecahkan resesi yang dihadapi suatu perekonomian.
2. Ekonomi makro dapat pula membantu para pembuat kebijakan melalui berbagai pilihan kebijakan untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi jangka panjang.
3. Ekonomi makro dapat membantu para pembuat kebijakan untuk mempertahankan agar inflasi tetap berada pada tingkat yang rendah dan stabil tanpa menyebabkan perekonomian mengalami ketidakstabilan dalam jangka pendek.
4. Ekonomi makro juga dapat menjelaskan kepada kita bagaimana perubahan dalam suatu kebijakan itu mempengaruhi jenis-jenis barang yang dihasilkan dalam perekonomian (Hall & Taylor, 1993:5).

Parkin & Bade (1992:2-4) menyatakan bahwa sebagai suatu cabang dari ilmu ekonomi yang berdiri sendiri, Ekonomi makro mempunyai tugas untuk menjelaskan mengenai :

1. Faktor-faktor yang mempengaruhi laju pertumbuhan penduduk nasional bruto (GNP) atau produk domestik bruto (GDP riil didalam suatu negara yang

merupakan ukuran dari kemampuan suatu perekonomian didalam memproduksi barang dan jasa, dan sekaligus juga menjadi ukuran standar hidup dan pertumbuhan pendapatan riil penduduk.

2. Sebab-sebab timbulnya pengangguran dan bagaimana cara untuk mengatasinya.
3. Sebab-sebab timbulnya inflasi dan cara-cara untuk mengatasinya.
4. Sebab-sebab naik dan turunnya tingkat suku bunga didalam perekonomian.
5. Sebab-sebab terjadinya ketidakseimbangan (defisit dan surplus) di dalam neraca pembayaran.
6. Faktor-faktor penyebab fluktuasi nilai mata uang dalam negeri terhadap mata uang asing.

Menurut Samsul (2006:200), faktor-faktor Ekonomi makro yang secara langsung dapat mempengaruhi kinerja saham maupun kinerja perusahaan antara lain:

1. Tingkat Suku Bunga Domestik.
2. Kurs Valuta Asing.
3. Kondisi Perekonomian Internasional.
4. Barang Komoditi Emas.
5. Siklus Ekonomi Suatu Negara.
6. Tingkat Inflasi.
7. Peraturan Perpajakan.
8. Jumlah Uang Yang Beredar.
9. Barang Tambang Minyak.

2.1.3.1. Inflasi dan Penganggaran Modal

2.1.3.1.1. Tingkat Harga dan Laju Inflasi

Venieris & Sebold (1978:603) mendefinisikan inflasi sebagai salah satu kecenderungan meningkatnya tingkat harga umum secara terus menerus sepanjang waktu (*a sustained tendency for the general level of prices to raise over time*). Berdasarkan definisi tersebut, kenaikan tingkat harga umum (*general price level*) yang terjadi sekali waktu saja, tidaklah dapat dikatakan sebagai inflasi.

Secara sederhana inflasi diartikan sebagai meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus. Kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak dapat disebut inflasi kecuali bila kenaikan itu meluas (atau mengakibatkan kenaikan harga) pada barang lainnya. Kebalikan dari inflasi disebut deflasi.

Indikator yang sering digunakan untuk mengukur tingkat inflasi adalah Indeks Harga Konsumen (IHK). Perubahan IHK dari waktu ke waktu menunjukkan pergerakan harga dari paket barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat. Sejak

Juli 2008, paket barang dan jasa dalam keranjang IHK telah dilakukan atas dasar Survei Biaya Hidup (SBH) Tahun 2007 yang dilaksanakan oleh Badan Pusat Statistik (BPS). Kemudian, BPS akan memonitor perkembangan harga dari barang dan jasa tersebut secara bulanan di beberapa kota, di pasar tradisional dan modern terhadap beberapa jenis barang/jasa di setiap kota. Indikator inflasi lainnya berdasarkan *international best practice* antara lain:

1. Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB). Harga Perdagangan Besar dari suatu komoditas ialah harga transaksi yang terjadi antara penjual/pedagang besar pertama dengan pembeli/pedagang besar berikutnya dalam jumlah besar pada pasar pertama atas suatu komoditas.
2. Deflator Produk Domestik Bruto (PDB) menggambarkan pengukuran level harga barang akhir (*final goods*) dan jasa yang diproduksi di dalam suatu ekonomi (negeri). Deflator PDB dihasilkan dengan membagi PDB atas dasar harga nominal dengan PDB atas dasar harga konstan.

Laju Inflasi adalah tingkat presentase kenaikan dalam beberapa indeks harga dari satu periode ke periode lainnya. Perubahan tingkat harga berkaitan dengan perubahan dalam daya beli uang atau nilai uang. Kedua istilah ini mengacu pada sejumlah barang dan jasa yang dapat dibeli dengan sejumlah uang tertentu. Daya beli turun jika tingkat harga naik. Dengan demikian, inflasi yang berarti kenaikan umum pada tingkat harga, akan mengurangi daya beli uang. Lipsey, Steiner, Purvis (1990:3) menambahkan bahwa sebaliknya daya beli uang akan naik bila tingkat harga menurun. Inflasi terjadi ketika tingkat harga umum naik. Saat ini kita menghitung inflasi dengan menggunakan indeks harga, rata-rata tertimbang dari harga ribuan produk individual. Indeks harga konsumen (CPI) mengukur biaya sekeranjang pasar dari barang dan jasa konsumen yang dikaitkan dengan biaya dari sekeranjang pasar dari barang dan jasa tersebut pada tahun dasar tertentu, sedangkan deflator GDP adalah harga dari GDP.

Berdasarkan Samuelson & Nordhaus (2004:382), tingkat inflasi adalah perubahan presentase pada tingkat harga :

$$\text{Tingkat Inflasi}_t = \frac{\text{tingkat harga}_t - \text{tingkat harga}_{t-1}}{\text{tingkat harga}_{t-1}} \times 100\%$$

2.1.3.1.2. Ketegangan Inflasi

Menurut Samuelson & Nordhaus (2004:382), inflasi dapat dikategorikan dalam 3 (tiga) tingkatan:

1. Inflasi Rendah

Inflasi rendah dicirikan oleh harga yang cenderung naik secara perlahan-lahan dan dapat diramalkan, dan dapat juga didefinisikan sebagai tingkat inflasi tahunan dengan digit tunggal.

2. Inflasi Melambung
Inflasi dalam cakupan digit ganda atau triple misalnya 20, 100, atau 200 persen per tahun disebut dengan inflasi melambung.
3. Hiperinflasi
Ketika ekonomi tampak selamat dari inflasi yang melambung, ketegangan ketiga dan yang mematikan mengambil alih ketika kanker hiperinflasi menyerang.

2.1.3.1.3. Jenis Inflasi

Apabila dilihat dari faktor-faktor penyebab timbulnya, inflasi dapat dibedakan ke dalam 3 (tiga) macam yaitu :

1. Inflasi Tarikan permintaan (*Demand Full Inflation*)
Inflasi tarikan permintaan adalah inflasi yang terjadi sebagai akibat dari adanya kenaikan permintaan agregat (AD) yang terlalu besar atau pesat dibandingkan dengan penawaran atau produksi agregat. Barang-barang menjadi berkurang dikarenakan pemanfaatan sumberdaya yang telah mencapai tingkat maksimum atau karena produksi tidak dapat ditingkatkan secepatnya dengan mengimbangi permintaan yang semakin meningkat atau bertambah.
2. Inflasi Dorongan Biaya (*Cost-push inflation*)
Inflasi dorongan biaya adalah inflasi yang terjadi sebab akibat dari adanya kenaikan biaya produksi yang pesat dibandingkan dengan produktivitas dan efisiensi, yang menyebabkan perusahaan mengurangi suplai barang dan jasa mereka ke pasar. Dengan perkataan lain, inflasi dari sisi penawaran adalah inflasi yang terjadi sebagai akibat dari adanya restriksi dan pembatasan terhadap penawaran dari satu atau lebih sumber daya, atau inflasi yang terjadi apabila harga dari satu atau lebih sumber daya mengalami kenaikan atau dinaikkan.
3. Inflasi Struktural
Yaitu inflasi yang terjadi sebagai akibat dari adanya berbagai kendala atau kekuatan struktural yang menyebabkan penawaran didalam perekonomian menjadi kurang atau tidak responsif terhadap permintaan yang meningkat.

2.1.3.1.4. Kebijakan Penanggulangan Inflasi

Inflasi memberikan dampak yang tidak baik bagi perekonomian,

pemerintah harus menghentikan laju inflasi dengan memberikan maupun mengeluarkan kebijakan yang tepat sesuai dengan keadaan perekonomian saat itu. Baik kaum klasik maupun Keynes menyetujui bahwa inflasi ada kaitannya dengan jumlah uang yang beredar, tetapi juga dengan jumlah barang dan jasa yang tersedia dalam perekonomian.

Oleh karena itu menurut Suparmoko (1990:168-170); untuk menanggulangi inflasi kebijakan yang dapat diambil adalah sebagai berikut:

1. Menekan laju pertumbuhan jumlah uang yang beredar, atau dapat pula mengurangi jumlah uang yang beredar.
2. Cara ini dapat ditempuh dengan cara bertahap (*gradual approach*), tetapi dapat juga dengan cara yang drastis (*cold turkey approach*). Dengan pendekatan gradual kebijakan yang ditempuh ialah dengan sedikit pengurangan laju pertumbuhan jumlah uang yang beredar.
3. Tindakan ini akan mengurangi laju peningkatan harga, tetapi juga akan menambah tingkat pengangguran. Pendekatan *cold turkey approach*, strategi ini dimulai dengan laju pertumbuhan jumlah uang yang beredar secara tajam, sehingga dapat menciptakan suatu resesi yang hebat, dan inflasi akan menurun sedikit saja. Dengan pendekatan gradual, inflasi akan terobati secara perlahan-lahan dan perekonomian akan tidak terlalu menjauhi posisi kesempatan kerja penuh atau paling tidak disertai dengan tingkat pengangguran alamiah tertentu. Sedangkan dengan pendekatan *cold turkey*, maka perekonomian dapat cepat mengalami penurunan tingkat inflasi yang dibarengi dengan peningkatan jumlah pengangguran yang lebih besar dari pada pendekatan gradual.
4. Kebijakan Penghasilan (*income policy*) dan kebijakan insentif perpajakan (*tax incentive plan*), meliputi :
 - a. Kebijakan penghasilan untuk menanggulangi inflasi ini menghendaki adanya penekanan tingkat upah secara cepat baik dengan perundang-undangan atau dengan himbauan (*persuasion*). Jadi kebijakan penghasilan adalah kebijakan yang mencoba mengurangi kenaikan tingkat upah dan tingkat harga secara cepat. Dalam kebijakan insentif pajak, pemerintah mengenakan pajak tambahan terhadap perusahaan-perusahaan yang menaikkan tingkat upah, dan justru mengurangi pajak terhadap perusahaan yang tidak melakukan kenaikan tingkat upah.
 - b. Kebijakan Penghematan (*Austerity Program*)
Melalui anggaran belanja pemerintahan. Hanya pengeluaran-pengeluaran yang perlu saja yang boleh dilaksanakan. Dengan cara ini kebutuhan uang tunai untuk transaksi berkurang dan mampu menekan kenaikan harga pada umumnya.

2.1.3.2. Pertumbuhan Ekonomi

2.1.3.2.1. Tahap-tahap Pertumbuhan Ekonomi Masyarakat

1. Masyarakat Tradisional

Ialah masyarakat yang strukturnya dibangun didalam fungsi-fungsi produksi yang terbatas berdasarkan ilmu pengetahuan dan teknologi pra- Newton, dan berdasarkan pandangan-pandangan pra-newtonian terhadap dunia fisis. Akan tetapi, konsep tentang masyarakat tradisional itu sama sekali tidak berarti statis, dan konsep itu tidak akan mengabaikan pertambahan output. Secara umum dapat dikatakan bahwa masyarakat ini, karena terbatasnya produktivitas, terpaksa menggunakan sebagian besar dari sumber produksinya untuk pertanian dan dari sistem pertanian itu timbul suatu struktur sosial hirarkis dengan luas lingkup (*scope*) yang relatif sempit.

Prasyarat Lepas Landas (*Take-off*)

Tahap pertumbuhan yang kedua meliputi masyarakat yang sedang dalam proses peralihan, yaitu suatu periode pada waktu yang sudah ada prasyarat-prasyarat untuk lepas landas. Sebab untuk mengubah suatu masyarakat tradisional diperlukan cara untuk mengeksploitasi hasil-hasil ilmu pengetahuan modern.

Take-off (lepas landas), adalah masa antara (*interval*) pada waktu halangan-halangan dan rintangan-rintangan lama terhadap pertumbuhan yang terus menerus pada akhirnya dapat diatasi. Kekuatan-kekuatan yang menimbulkan kemajuan ekonomi yang mengakibatkan dorongan-dorongan yang terbatas dan kantong - kantong kegiatan ekonomi modern meluas dan mulai menguasai masyarakat. Untuk masyarakat itu pertumbuhan sudah merupakan keadaan yang normal.

2. Gerak Menuju ke Kematangan

a. Kematangan dapat didefinisikan sebagai suatu tahap dimana suatu perekonomian memperlihatkan kesanggupan untuk melampaui industri-industri permulaan yang menggerakkan *take-off*-nya dan untuk menyerap hasil-hasil teknologi modern yang paling maju untuk menerapkannya dengan efisien pada sebagian besar dari sumber-sumber yang dimilikinya. Gerak menuju ke kematangan adalah keadaan pertumbuhan ekonomi yang terus menerus, walaupun kadang-kadang disertai dengan laju pertumbuhan ekonomi yang naik turun.

Pada masa ini perekonomian sudah tumbuh dengan teratur dan perluasan pemakaian teknologi modern secara menyeluruh pada kegiatan-kegiatan

perekonomian.

b. Zaman Konsumsi Massa Tinggi (*High mass-consumption*)

Pada zaman konsumsi massa tinggi ini pendapatan riil percapita naik sampai pada suatu titik dimana sejumlah besar orang dapat membeli barang-barang konsumsi yang melebihi kebutuhan - kebutuhan pokok, seperti makanan, pakaian, dan perumahan. Pada masa ini masyarakat memilih untuk memperbesar alokasi sumber sumber produksinya guna kesejahteraan dan jaminan sosial.

Sehingga timbulnya negara kesejahteraan (*welfare state*) adalah suatu manifestasi dari gerak masyarakat dimana terdapat kecenderungan untuk memperbesar sumber-sumber produksinya yang digunakan untuk menghasilkan barang-barang konsumsi tahan lama, dan untuk menawarkan jasa-jasa kepada masyarakat (Prayitno,1986;52).

2.1.3.2.2. Faktor-faktor yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi

Faktor-faktor yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi suatu masyarakat adalah :

1. Akumulasi modal, termasuk semua investasi baru yang berwujud tanah(lahan), peralatan fiskal, dan sumberdaya manusia (*human resources*). Akumulasi modal akan terjadi jika ada bagian dari pendapat dari sekarang yang ditabung dan kemudian diinvestasikan untuk memperbesar output pada masa yang akan datang. Pabrik-pabrik, mesin-mesin, peralatan-peralatan, dan barang- barang baru akan meningkatkan stok modal (*capital stock*) fiskal suatu negara (yaitu jumlah nilai riil bersih dari semua barang- barang modal produktif secara fiskal) sehingga memungkinkan negaratersebut untuk mencapai tingkat output yang lebih besar.
 - a. Investasi ini sering diklasifikasikan sebagai investasi disektor produktif (*Directly Productive Activities*) Investasi-investasi lainnya yang dikenal dengan sebutan infrastruktur sosial dan ekonomi (*Social Overhead Capital*) yaitu jalan, listrik, air, sanitasi, dan komunikasi akan mempermudah dan mengintegrasikan kegiatan-kegiatan ekonomi. Selain itu ada juga investasi tidak langsung dan investasi insani yang dapat memperbaiki kualitas sumber daya manusia dan juga mempunyai pengaruh yang sama atau lebih besar terhadap produksi.
 - b. Semua jenis investasi diatas menyebabkan terjadinya akumulasi modal.
Akumulasi modal akan menambah sumber daya baru atau

meningkatkan kualitas sumber daya yang ada, tetapi ciri-ciri yang utama bahwa investasi itu menyangkut suatu *trade-off* antara konsumsi sekarang dan konsumsi yang akan datang, memberikan hasil yang sedikit sekarang, tetapi hasilnya akan lebih banyak nanti.

2. Pertumbuhan penduduk

Pertumbuhan penduduk dan hal-hal yang berhubungan dengan kenaikan jumlah angkatan kerja (*labor force*) secara tradisional dianggap sebagai faktor yang positif dalam merangsang pertumbuhan ekonomi. Artinya, semakin banyak angkatan kerja berarti semakin banyak faktor produksi tenaga kerja, sedangkan semakin banyak penduduk akan meningkatkan potensi pasar domestik.

3. Kemajuan teknologi

Menurut para ekonom kemajuan teknologi merupakan faktor yang paling penting bagi pertumbuhan ekonomi. Dalam bentuknya yang paling sederhana, kemajuan teknologi disebabkan oleh cara-cara lama dan cara-cara baru yang diperbaiki dalam melakukan pekerjaan-pekerjaan tradisional.

Menurut Arsyad (2004;214-219), ada 3 (tiga) macam klasifikasi kemajuan teknologi yaitu :

a. Netral

Kemajuan teknologi yang bersifat netral terjadi jika tingkat output yang dicapai lebih tinggi pada kuantitas dan kombinasi-kombinasi input yang sama. Inovasi-inovasi yang timbul dari adanya pembagian kerja (*division of labor*) yang tepat akan menghasilkan tingkat output total yang lebih tinggi dan konsumsi yang lebih banyak untuk semua orang.

b. Hemat modal

Kemajuan teknologi yang bersifat hemat modal adalah sangat jarang terjadi, karena hampir semua penelitian ilmiah dan perkembangan teknologi yang dilakukan dinegara maju adalah bertujuan untuk menghemat tenaga kerja, bukan modal. Tetapi untuk negara-negara yang mempunyai tenaga kerja yang melimpah, maka kemajuan teknologi yang bersifat hemat modal sangat dibutuhkan.

c. Hemat tenaga kerja

Kemajuan teknologi bisa juga bersifat memperluas tenaga kerja (*labor augmenting*) atau perluasan modal (*capital augmenting*). Kemajuan teknologi yang bersifat perluasan tenaga kerja terjadi jika kualitas atau keahlian angkatan kerja ditingkatkan. Sementara itu kemajuan teknologi yang bersifat perluasan modal terjadi jika penggunaan modal secara produktif.

2.1.3.2.3. Pertumbuhan Ekonomi Kuznets

Kuznets dengan kepeloporannya telah mampu mengukur dan menganalisis sejarah pertumbuhan pendapatan nasional pada negara-negara maju, dan dari pengalaman tersebut diharapkan dapat diterapkan dinegara-negara sedang berkembang. Ia telah menunjuk adanya kemampuan jangka panjang dari pertumbuhan ekonomi suatu negara untuk menyediakan benda-benda ekonomi pada rakyatnya. Kemampuan ini dapat dimungkinkan kalau ada kemajuan dibidang teknologi, kelembagaan dan penyesuaian ideologi. Secara singkat uraian tersebut adalah :

1. Untuk mencapai kematangan ekonomi, maka diperlukan peningkatan output nasional secara terus menerus, dan dapat dipelihara secara baik.
2. Agar kematangan ekonomi dapat diwujudkan, maka perlu diciptakan suatu pra-kondisi berupa kemajuan teknologi.
3. Pembaharuan teknologi tadi harus pula disertai dengan perubahan perilaku dan persepsi sosial, dan diikuti dengan penyesuaian - penyesuaian ideologi.

Berdasarkan dengan analisis diatas, maka Kuznets menunjuk kepada 6 (enam) karakteristik pertumbuhan ekonomi suatu negara yaitu :

1. Tingginya tingkat pendapatan per kapita.
2. Tingginya produktivitas tenaga kerja.
3. Tingginya faktor transformasi struktur ekonomi.
4. Tingginya faktor transformasi sosial-ideologi.
5. Kemampuan perekonomian untuk melakukan perluasan pasar.
6. Adanya kesadaran bahwa pertumbuhan ekonomi sifatnya terbatas.

2.1.3.2.4. Manfaat Teori Pertumbuhan Ekonomi

Manfaat atau sumbangan utama dari teori pertumbuhan ekonomi terhadap pelaksanaan pembangunan adalah:

1. Menunjukkan faktor-faktor yang menentukan pembangunan ekonomi
2. Menunjukkan sampai dimana pentingnya masing-masing faktor tersebut dalam menciptakan pembangunan ekonomi.

Sumbangan lain dari teori pertumbuhan ekonomi dalam hubungannya dengan masalah pembangunan dinegara berkembang :

1. Pertumbuhan ekonomi dinegara berkembang, tidak akan berjalan lancar karena dihambat oleh adanya jumlah penduduk dan perkembangannya yang sangat tinggi.
2. Satu cara mempercepat pertumbuhan ekonomi adalah dengan perbaikan dalam tingkat kecakapan pengetahuan penduduk. Selain itu peningkatan dalam

pembentukan modal yang digunakan untuk peningkatan dibidang teknologi juga mempercepat pembangunan ekonomi.

3. Pembangunan ekonomi dapat juga dipercepat dengan adanya pengembangan dalam faktor produksi tanah dan kekayaan alam. Dalam hal ini eksploitasi sumber produksi harus diatur sedemikian rupa, dan dengan memperhatikan aspek lingkungan.
4. Kehadiran para pengusaha yang inovatif juga akan mempercepat pembangunan ekonomi. Jadi, semakin banyak pengusaha inovatif yang tersedia, maka semakin cepat pula pertumbuhan ekonomi (Prayitno, 1986;60).

2.1.3.3. Nilai Tukar (Kurs)

Nilai tukar (kurs) memegang peranan penting dalam perdagangan internasional, karena dengan adanya kurs dapat membandingkan harga barang dan jasa yang dihasilkan oleh berbagai negara. Nilai tukar (kurs) valuta asing dapat iartikan sebagai harga suatu mata uang terhadap mata uang lainnya. Menurut Faisal (2001;20) kurs (*exchange rate*) adalah harga satu mata uang (yang diekspresikan) terhadap mata uang lainnya. Kurs dapat diekspresikan sebagai sejumlah mata uang lokal yang dibutuhkan untuk membeli satu unit mata uang asing (*direct quote*) atau sebaliknya sejumlah mata uang asing yang dibutuhkan untuk membeli satu unit mata uang lokal (*indirect quote*).

Nilai tukar menurut Mankiw (2000) dibagi menjadi dua, yaitu nilai tukar nominal dan nilai tukar riil. Nilai tukar nominal adalah harga mata uang suatu negara dengan negara lainnya, sedangkan nilai tukar riil adalah nilai tukar nominal dibagi harga relatif dalam negeri dan luar negeri (negara mitra dagang) kurs riil dijadikan sebagai acuan untuk mengukur daya saing suatu negara dengan negara lainnya.

Dijelaskan oleh Madura (2008), berdasarkan kebijakan tingkat pengendalian nilai tukar mata uang yang diterapkan suatu negara, sistem nilai tukar mata uang secara umum dapat digolongkan menjadi empat kategori yaitu:

1. Sistem nilai tukar mata uang tetap (*fixed exchange rate system*)

Dalam sistem nilai tukar mata uang tetap, nilai tukar mata uang akan diatur oleh otoritas moneter untuk selalu konstan atau dapat berfluktuasi namun hanya dalam suatu batas yang kecil. Dalam hal ini, otoritas moneter memelihara nilai tukar mata uang domestik pada harga yang tepat. Dengan sistem ini dunia usaha akan diuntungkan oleh karena risiko fluktuasi nilai tukar mata uang dikurangi, sehingga hal ini dapat meningkatkan aktivitas perdagangan dan investasi internasional. Namun demikian dengan sistem ini tetap terdapat risiko dimana pemerintah dapat melakukan perubahan nilai tukar

- mata uang yang diberlakukan dengan melakukan devaluasi atau revaluasi, terutama saat nilai tukar mata uang tersebut di pasar mengalami perubahan yang besar. Dengan hal ini, secara makro, negara dan dunia usaha akan menjadi lebih sensitif terhadap perubahan kondisi ekonomi yang terjadi di negara lain.
2. Sistem nilai tukar mata uang mengambang bebas (*free floating exchange rate system*)

Dalam sistem nilai tukar mata uang mengambang bebas, nilai tukar mata uang ditentukan oleh mekanisme pasar tanpa intervensi dari pemerintah. Berbeda dengan sistem nilai tukar mata uang tetap, dengan sistem nilai tukar mata uang mengambang bebas fluktuasi nilai mata uang dibiarkan sehingga nilainya sangat fleksibel. Dalam sistem ini, otoritas moneter diberikan keleluasaan untuk menerapkan kebijakan moneter secara independent tanpa harus memelihara nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing pada nilai tertentu.

Dengan sistem ini negara akan terhindar dari inflasi terhadap negara lain serta masalah-masalah ekonomi yang dialami suatu negara tidak mudah menyebar ke negara lain. Selain itu dengan sistem ini, seperti yang telah disebutkan diatas, otoritas moneter tidak perlu memelihara nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing pada nilai tertentu, sehingga otoritas moneter dapat berfokus pada kebijakan-kebijakan moneter yang membawa dampak positif pada perekonomian. Namun demikian, dengan sistem ini, nilai tukar mata uang akan selalu berfluktuasi sesuai dengan mekanisme pasar sehingga terdapat risiko ketidak pastian nilai tukar yang dihadapi oleh dunia usaha.
 3. Sistem nilai tukar mata uang mengambang terkendali (*managed float exchange rate system*)

Sistem nilai tukar mata uang mengambang terkendali merupakan perpaduan antara sistem nilai tukar mata uang tetap dan nilai tukar mata uang mengambang bebas. Dalam sistem ini, nilai tukar mata uang dibiarkan berfluktuasi setiap waktu tanpa ada batasan nilai yang ditetapkan. Namun demikian pemerintah sewaktu-waktu dapat melakukan intervensi untuk mencegah nilai tukar mata uang berubah terlalu jauh.
 4. Sistem nilai tukar mata uang terikat (*pegged exchange rate system*)

Dalam sistem nilai tukar mata uang terikat, nilai tukar mata uang domestik diikatkan atau ditetapkan terhadap satu atau beberapa mata uang asing, biasanya dengan mata uang asing yang cenderung stabil misalnya dolar Amerika Serikat. Dengan demikian, nilai tukar mata uang domestik terhadap

mata uang asing selain dolar Amerika Serikat akan berfluktuasi sesuai dengan fluktuasi nilai tukar dolar Amerika Serikat. Oleh karena nilai tukar dolar Amerika Serikat yang cenderung stabil, maka nilai tukar mata uang domestik pun cenderung stabil terhadap mata uang asinglainnya.

2.1.4. Keputusan Investasi

2.1.4.1. Definisi Keputusan Investasi

Achmad & Amanah (2014:4) menyatakan bahwa Keputusan Investasi adalah fungsi manajemen keuangan yang berkaitan dengan alokasi dana internal dan eksternal perusahaan dalam berbagai bentuk jenis investasi dalam rangka meraih keuntungan yang lebih besar di masa yang akan datang dari pada biaya yang dikeluarkan.

Riyanto (2011:256) menyatakan bahwa di antara tiga keputusan keuangan (keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen), keputusan investasi adalah yang paling penting, karena keputusan ini akan mempengaruhi secara langsung besarnya rentabilitas investasi dan aliran kas perusahaan di masa mendatang. Sugiono (2015:152) menjelaskan bahwa keputusan investasi modal (capital investment decision) merupakan proses perencanaan (planning), penetapan tujuan, pengaturan pendanaan (funding arrangements) serta pengaplikasian kriteria-kriteria tertentu untuk memilih aktiva jangka panjang untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang.

Dari teori-teori di atas dapat disimpulkan bahwa Keputusan Investasi merupakan keputusan mengenai penanaman modal perusahaan agar memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Prasetyo (2011:109) menyatakan bahwa keputusan investasi perusahaan yang tepat akan membuat aset yang diinvestasikan akan memberikan kinerja yang optimal, sehingga akan meningkatkan harga saham perusahaan dan memberikan investor sinyal positif untuk berinvestasi pada perusahaan.

Keputusan investasi dikategorikan menjadi dua, yakni investasi jangka pendek (investasi surat-surat berharga jangka pendek, piutang dan persediaan); dan investasi jangka panjang (tanah, gedung, kendaraan, mesin, peralatan, produksi, dan aktiva tetap lainnya).

2.1.4.2. Keputusan Investasi Perusahaan

Stephen A. Ross (Corporate finance, 2015 :98), Sampai saat ini, semua yang kami lakukan berasal dari perspektif investor individu. Bagaimana perusahaan dan perusahaan membuat keputusan investasi? Apakah keputusan mereka diatur oleh seperangkat aturan dan prinsip yang jauh lebih rumit daripada aturan NPV

sederhana yang telah kami kembangkan untuk individu?

Kami membahas pengambilan keputusan perusahaan, tata kelola perusahaan, dan isu-isu pemangku kepentingan menjadi isu-isu penting dalam mengambil keputusan investasi. Tetapi kita dapat mengatakan di sini bahwa sungguh luar biasa seberapa baik ide-ide sentral kita dan aturan NPV bertahan bahkan ketika diterapkan pada perusahaan.

Kita dapat melihat perusahaan sebagai sarana dimana banyak investor dapat mengumpulkan sumber daya mereka untuk membuat keputusan bisnis skala besar. Misalkan, misalnya, Anda memiliki 1 persen dari beberapa perusahaan. Sekarang anggaplah lebih lanjut bahwa perusahaan ini sedang mempertimbangkan apakah akan melakukan investasi atau tidak. Jika investasi itu melewati aturan NPV, yaitu jika memiliki NPV positif, maka 1 persen NPV adalah milik Anda. Jika perusahaan mengambil investasi ini, nilai seluruh perusahaan akan naik dengan NPV dan investasi Anda di perusahaan akan naik sebesar 1 persen dari NPV investasi. Demikian pula, pemegang saham lain di perusahaan akan mendapat untung dengan meminta perusahaan mengambil proyek NPV positif karena nilai saham mereka di perusahaan juga akan meningkat. Ini berarti bahwa pemegang saham di perusahaan akan sepakat dalam menginginkan perusahaan untuk meningkatkan nilainya dengan mengambil NPV positif proyek. Jika Anda mengikuti garis penalaran ini, Anda juga akan dapat melihat mengapa pemegang saham akan menentang perusahaan mengambil proyek apa pun dengan NPV negatif, karena ini akan menurunkan nilai saham mereka.

Satu perbedaan antara perusahaan dan individu adalah bahwa perusahaan tidak memiliki sumbangan konsumsi. Dalam hal diagram konsumsi satu periode kami, perusahaan dimulai dari asal. Gambar 2.3, menggambarkan situasi perusahaan dengan peluang investasi *B*. *B* adalah investasi yang memiliki nilai masa depan \$ 33.000 dan akan menelan biaya \$ 25.000 sekarang. Jika suku bunga 10 persen, NPV *B* dapat ditentukan dengan menggunakan aturan NPV.

Satu keberatan umum terhadap garis penalaran ini adalah bahwa orang berbeda dalam selera mereka dan mereka tidak akan selalu setuju untuk mengambil atau menolak investasi dengan aturan NPV. Misalnya, anggaplah Anda dan kita masing-masing memiliki beberapa saham di sebuah perusahaan. Selanjutnya anggaplah bahwa kami lebih tua dari Anda dan mungkin ingin menghabiskan uang kami. Menjadi lebih muda, Anda mungkin lebih sabar dari pada kami dan lebih bersedia menunggu investasi jangka panjang yang baik untuk melunasi.

Karena pasar keuangan, kita semua setuju bahwa perusahaan harus mengambil investasi dengan NPV positif dan menolak mereka yang memiliki NPV negatif. Jika tidak ada pasar keuangan, maka, karena tidak sabar, kita mungkin ingin

perusahaan melakukan sedikit atau tidak ada investasi sehingga kita dapat memiliki uang sebanyak mungkin untuk dikonsumsi sekarang, dan, menjadi Sabar, Anda mungkin lebih suka perusahaan melakukan investasi. Dengan pasar keuangan, kami berdua puas dengan meminta perusahaan mengikuti aturan NPV.

Untuk melihat mengapa demikian, anggaplah perusahaan mengambil investasi NPV positif. Mari kita asumsikan bahwa investasi ini memiliki hasil bersih sebesar \$ 1 juta tahun depan. Itu berarti bahwa nilai perusahaan akan meningkat sebesar \$ 1 juta tahun depan; Akibatnya, jika Anda memiliki 1 persen saham perusahaan, nilai saham Anda akan meningkat sebesar 1 persen dari \$ 1 juta, atau \$ 10.000, tahun depan. Karena Anda sabar, Anda mungkin siap menunggu \$ 10.000 Anda sampai tahun depan. Karena tidak sabar, kita tidak ingin menunggu — dan dengan pasar keuangan, kita tidak perlu menunggu. Kita bisa meminjam dengan ekstra \$ 10.000 akan kita miliki besok dan menggunakan pinjaman untuk mengkonsumsi lebih banyak hari ini.

Bahkan, jika ada juga pasar untuk saham perusahaan, kita bahkan tidak perlu meminjam. Setelah perusahaan mengambil investasi NPV positif, saham kami di perusahaan meningkat nilainya hari ini. Ini karena memiliki saham hari ini memberikan hak kepada investor untuk bagian mereka dari tambahan \$ 1 juta yang akan dimiliki perusahaan tahun depan. Ini berarti bahwa saham akan naik nilainya hari ini dengan nilai sekarang sebesar \$ 1 juta. Karena Anda ingin menunda konsumsi Anda, Anda bisa menunggu sampai tahun depan dan menjual saham Anda kemudian memiliki konsumsi ekstra tahun depan. Karena tidak sabar, kita mungkin menjual saham kita sekarang dan menggunakan uang itu untuk mengkonsumsi lebih banyak hari ini. Jika kita memiliki 1 persen saham perusahaan, kita bisa menjual saham kita dengan jumlah tambahan yang sama dengan nilai sekarang \$ 10.000.

Pada kenyataannya, pemegang saham di perusahaan besar tidak memberikan suara pada setiap keputusan investasi, dan manajer mereka harus memiliki aturan untuk diikuti. Kami telah melihat bahwa semua pemegang saham di perusahaan akan menjadi lebih baik, tidak peduli apa tingkat kesabaran atau ketidaksabaran mereka, jika manajer mengikuti aturan NPV. Ini adalah hasil yang luar biasa karena memungkinkan bagi banyak pemilik yang berbeda untuk mendelegasikan kekuatan pengambilan keputusan kepada manajer. Mereka hanya perlu memberi tahu manajer untuk mengikuti aturan NPV, dan jika manajer melakukannya, mereka akan melakukan persis apa yang diinginkan pemegang saham. Kadang-kadang bentuk aturan NPV ini dinyatakan memiliki manajer memaksimalkan nilai perusahaan. Seperti yang kami katakan, nilai saham perusahaan saat ini akan meningkat dengan NPV dari setiap investasi yang

dilakukan perusahaan. Ini berarti bahwa manajemen perusahaan dapat membuat pemegang saham sebaik mungkin dengan mengambil semua proyek NPV positif dan menolak proyek dengan NPV negatif. Misalnya, pada bulan Desember 2013, Air Canada mengumumkan pembelian 61 pesawat Boeing 737 MAX baru dengan perkiraan biaya US \$ 6,5 miliar. Pesawat-pesawat baru akan memodernisasi armada maskapai dengan penghematan yang diharapkan sebesar 20 persen untuk biaya perawatan dan bahan bakar. Pengiriman pesawat baru direncanakan akan dimulai pada 2017 dan berlanjut hingga 2021. Sebelum melakukan investasi sebesar itu, analis keuangan dan eksekutif Air Canada tidak diragukan lagi melakukan analisis NPV terperinci.

Memisahkan pengambilan keputusan investasi dari pemegang saham adalah kebutuhan dasar dari perusahaan besar modern. Teori pemisahan penting dalam market keuangan mengatakan bahwa semua investor akan ingin menerima atau menolak proyek investasi yang sama dengan menggunakan aturan NPV, terlepas dari preferensi pribadi mereka. Investor dapat mendelegasikan operasi perusahaan dan mengharuskan manajer menggunakan aturan NPV. Tentu saja, masih banyak yang harus kita bahas tentang topik ini. Misalnya, apa yang memastikan bahwa manajer benar-benar akan melakukan yang terbaik bagi pemegang saham mereka?.

Kami membahas topik menarik membahasnya lagi nanti di buku ini. Namun, untuk saat ini, kami tidak akan lagi menganggap perspektif kami sebagai investor tunggal. Sebaliknya, berkat teorema pemisahan, kami akan menggunakan aturan NPV untuk perusahaan maupun investor. Pembeneran kita terhadap aturan NPV tergantung pada kondisi yang diperlukan untuk mendapatkan teorema pemisahan. Kondisi ini adalah kondisi yang menghasilkan pasar keuangan yang kompetitif. Analisis yang kami sajikan telah dibatasi pada arus kas bebas risiko dalam satu periode waktu. Namun, teorema pemisahan juga dapat diturunkan untuk arus kas berisiko yang melampaui satu periode.

2.1.4.3. Mengilustrasikan Keputusan Investasi

Intertemporal Consumption Opportunities

Consumption next year (\$)

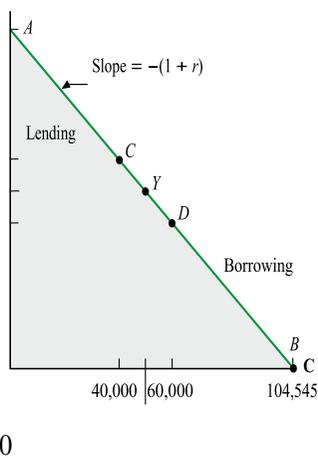
115,000

71,000

60,000

49,000

Consumption this year (\$)

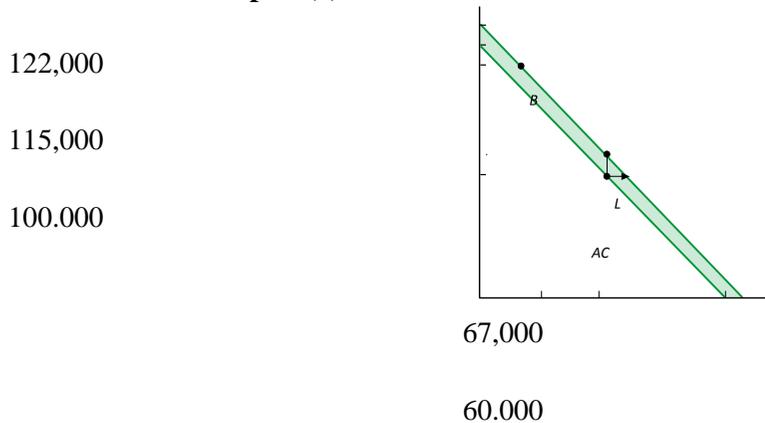


Gambar 2.3 : Peluang Konsumsi Intertemporal

Gambar 2.3. diatas, yang dibahas sebelumnya, menggambarkan kemungkinan terbuka bagi seseorang yang memiliki penghasilan \$50.000 tahun ini dan \$ 60.000 tahun depan dan menghadapi pasar keuangan di mana tingkat bunganya 10 persen. Tetapi pada saat itu, orang tersebut tidak memiliki kemungkinan investasi di luar pinjaman dan pinjaman 10% yang tersedia di pasar keuangan.

Misalkan kita memberi orang ini kesempatan untuk melakukan proyek investasi yang akan membutuhkan pengeluaran uang tunai \$30.000 tahun ini dan itu akan mengembalikan \$40.000 kepada investor tahun depan. Lihat gambar diatas akan menentukan bagaimana perusahaan dapat memasukkan kemungkinan baru ini dalam gambar itu dan bagaimana Anda dapat menggunakan gambar tersebut untuk membantu perusahaan memutuskan apakah orang tersebut harus melakukan investasi.

ng Investasi dan Pasar Keuangan
Konsumsi tahun depan (\$)



20.000 50.000 104,545 Konsumsi tahun I ini (\$)

56,364 110,909

Gambar 2.4. Pilihan Konsumsi dengan Peluang Investasi dan Pasar Keuangan

Sangat mudah untuk melihat dari Gambar 2.4 bahwa investasi telah membuat orang tersebut lebih baik. Garis melalui titik B lebih tinggi dari garis melalui titik A. Dengan demikian, tidak peduli pola konsumsi apa yang diinginkan orang ini tahun ini dan berikutnya, dia bisa memiliki lebih banyak setiap tahun jika dia melakukan investasi.

Konsumsi tambahan yang tersedia tahun ini dari melakukan investasi dan menggunakan pasar keuangan adalah perbedaan pada sumbu x antara titik-titik di mana kedua garis ini berpotongan: $\$110.909 - \$104.545 = \$6.364$

Perbedaan ini merupakan ukuran penting dari nilai investasi bagi orang tersebut. Ini menjawab berbagai pertanyaan. Misalnya, ini adalah jawaban atas pertanyaan, berapa banyak uang yang perlu kita berikan kepada investor tahun ini untuk membuatnya sama kayanya dengan investasi?

Karena garis melalui titik B sejajar dengan garis melalui titik A tetapi telah dipindahkan sebesar \$ 6.364, kita tahu bahwa jika kita menambahkan jumlah ini ke pendapatan investor saat ini tahun ini di titik A dan mengambil investasi, dia akan berakhir di garis melalui titik B dan dengan kemungkinan yang sama. Jika kita melakukan ini, orang tersebut akan memiliki \$ 56.364 tahun ini dan \$ 60.000 tahun depan, yang merupakan situasi titik di telepon melalui titik B yang terletak

pada kanan titik A. Ini adalah poin C.

Kita juga bisa mengajukan pertanyaan yang berbeda: berapa banyak uang yang perlu kita berikan kepada investor tahun depan untuk membuatnya sama kayanya dengan investasi?

Ini sama dengan menanyakan seberapa tinggi garis melalui titik B daripada garis melalui titik A. Dengan kata lain, apa perbedaan pada Gambar 2.4. antara titik di mana garis melalui A memotong sumbu y dan titik di mana garis melalui B memotong sumbu y?

Titik di mana garis melalui A memotong sumbu y menunjukkan jumlah maksimum yang dapat dikonsumsi orang tersebut tahun depan jika semua pendapatannya saat ini dipinjamkan dan hasil pinjaman dikonsumsi seiring dengan pendapatan tahun depan.

Seperti yang kami tunjukkan dalam analisis kami pada Gambar 2.5 jumlah ini adalah \$ 115.000. Bagaimana ini dibandingkan dengan apa yang dapat dimiliki orang tersebut tahun depan jika dia mengambil investasi? Dengan mengambil investasi, kami melihat bahwa orang tersebut akan berada di titik B, di mana ia memiliki \$ 20.000 tersisa tahun ini dan akan memiliki \$ 100.000 tahun depan. Dengan meminjamkan \$ 20.000 yang tersisa tahun ini dan menambahkan hasil pinjaman ini ke \$ 100.000, kami menemukan garis melalui B memotong sumbu y di :

$$20.000 \times \text{USD } (1,1) + 100.000 \text{ USD} = 122.000 \text{ USD}$$

Perbedaan antara jumlah ini dan \$ 115.000 adalah :

$$\mathbf{\$122.000 - \$115.000 = \$7.000}$$

yang merupakan jawaban atas pertanyaan tentang berapa banyak yang perlu kita berikan kepada orang itu tahun depan untuk membuatnya kaya seperti dia dengan investasi.

Ada hubungan sederhana antara kedua angka ini. Jika kita mengalikan \$ 6.364 dengan 1,1 kita mendapatkan \$ 7.000! Pertimbangkan mengapa harus demikian. \$ 6.364 adalah jumlah uang ekstra yang harus kita berikan kepada orang tersebut tahun ini untuk menggantikan investasi. Di pasar keuangan dengan tingkat bunga 10 persen, bagaimanapun, \$ 1 tahun ini bernilai persis sama dengan \$ 1,10 tahun depan. Dengan demikian, \$ 6.364 tahun ini sama dengan \$ 6.364 \times 1,1 tahun depan. Dengan kata lain, orang tersebut tidak peduli apakah dia memiliki investasi, \$ 6.364, tahun ini atau \$ 6.364 \times 1,1 tahun depan. Tapi kami sudah menunjukkan bahwa investor sama-sama bersedia untuk memiliki investasi dan memiliki \$ 7.000 tahun depan. Ini harus berarti bahwa :

$$\mathbf{\$6.364 \times 1,1 = \$7.000}$$

Aturan investasi yang mengikuti dari analisis sebelumnya adalah aturan NPV. Di sini kami mengonversi semua nilai konsumsi menjadi saat ini dan menambahkannya:

$$\begin{aligned} \text{NPV} &= -\$30.000 + \$40.000 \times (1/1.1) \\ &= -\$30.000 + \$36.364 \\ &= 6.364 \text{ USD} \end{aligned}$$

Jumlah masa depan, \$ 40.000, disebut nilai masa depan (FV).

NPV investasi adalah kriteria sederhana untuk memutuskan apakah akan melakukannya atau tidak. NPV menjawab pertanyaan tentang berapa banyak uang tunai yang dibutuhkan investor untuk memiliki hari ini sebagai pengganti untuk melakukan investasi. Jika nilai sekarang bersih positif, investasi layak diambil karena melakukannya pada dasarnya sama dengan menerima pembayaran tunai sama dengan NPV. Jika NPV negatif, mengambil investasi hari ini sama dengan menyerahkan sejumlah uang tunai hari ini, dan investasi harus ditolak.

Kami menggunakan istilah *net present value* untuk menekankan bahwa kami sudah memasukkan biaya investasi saat ini dalam menentukan nilainya dan tidak hanya mengukur apa yang akan dikembalikannya. Misalnya, jika suku bunga 10 persen dan investasi sebesar \$ 30.000 hari ini akan menghasilkan total pengembalian uang tunai sebesar \$ 40.000 dalam satu tahun, *nilai* sekarang dari \$ 40.000 dengan sendirinya adalah $40.000/1,1 \text{ USD} = 36.364 \text{ USD}$ tetapi NPV

investasi adalah \$ 36.364 dikurangi investasi awal:

$$\text{NPV} = 36.364 \text{ USD} - 30.000 \text{ USD} = 6.364 \text{ USD.}$$

Nilai sekarang dari arus kas masa depan adalah nilai arus kas tersebut setelah mempertimbangkan tingkat bunga pasar yang sesuai. NPV investasi adalah nilai sekarang dari arus kas masa depan investasi, dikurangi biaya awal investasi. Kami baru saja memutuskan bahwa investasi kami adalah peluang bagus. Ini memiliki NPV positif karena bernilai lebih dari biayanya .

Secara umum, hal di atas dapat dinyatakan dalam aturan **net present value**: Investasi layak dilakukan jika memiliki NPV positif. Jika NPV investasinegatif, itu harus ditolak.

2.1.4.4. Dasar Keputusan Investasi

Tandelilin (2010:9) menjabarkan bahwa keputusan investasi diambil berdasarkan hal-hal berikut:

1. Tingkat return harapan

Alasan utama orang melakukan investasi adalah untuk mendapatkan *return* (keuntungan). *Return* yang diharapkan investor atas investasinya dianggap sebagai kompensasi atas biaya kesempatan (*opportunity cost*) dan risiko penurunan daya beli akibat inflasi.

Perlu dibedakan antara return harapan (*expected return*) dan return aktual (*realized return*). *Expected return* merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan investor di masa mendatang, sedangkan *Realized Return* merupakan tingkat pengembalian yang diterima oleh investor.

2. Risiko

Sudah sewajarnya bahwa dalam suatu investasi mengharapkan *return* yang setinggi-tingginya. Ketika investor berinvestasi, maka mereka akan memiliki harapan seberapa besar tingkat *return* yang akan diterima, namun setelah periode investasi berakhir maka investor akan dihadapkan pada tingkat pengembalian yang sesungguhnya akan diterima, sehingga ada kemungkinan perbedaan antara tingkat pengembalian yang diharapkan dan yang sesungguhnya. *Realized Return* yang lebih rendah dari pada *Expected Returns* merupakan risiko yang harus dipertimbangkan dalam keputusan investasi.

3. Hubungan tingkat risiko dan return harapan

Meskipun tidak memiliki suatu dasar teori yang jelas, namun sudah menjadi pandangan umum bahwa semakin besar risiko dari suatu investasi maka semakin besar pula tingkat return harapan (*high risk, high gain*); dan begitu pula sebaliknya (*low risk, low gain*).

2.1.4.5. Proses Keputusan Investasi

Tandelilin (2010:12) menjelaskan bahwa proses dalam keputusan investasi merupakan suatu proses pengambilan keputusan yang berkesinambungan (*going process*). Proses keputusan investasi terdiri dari 5 (lima) tahap keputusan yang berjalan terus-menerus sampai tercapai keputusan investasi yang terbaik. Tahap-tahap keputusan tersebut meliputi:

1. Penentuan tujuan investasi

Meskipun secara umum setiap investor berharap mendapatkan keuntungan, namun secara spesifik mereka memiliki tujuan investasi berbeda-beda bergantung motivasi mereka, yang berakibat pada keputusan di mana mereka akan menginvestasikan dananya. Bank akan memilih berinvestasi untuk

- menginvestasikan kelebihan dananya secara sementara dan harus aman, sehingga mereka lebih memilih pada portfolio surat-surat berharga jangka pendek, sedangkan suatu perusahaan bisa saja berinvestasi pada perusahaan pemasoknya dengan harapan untuk tetap mendapatkan keuntungan atas pembelian mereka dan kompetitor mereka pada *supplier*.
2. Penentuan kebijakan investasi
Untuk memenuhi tujuan investasi yang telah ditetapkan, investor menentukan keputusan alokasi aset (*asset allocation decision*) yang mempertimbangkan pendistribusian dana yang akan digunakan investor pada berbagai jenis investasi yang dianggap menguntungkan (saham, surat berharga, *real estate*, sekuritas luar negeri, dll). Pertimbangan ini memperhatikan batasan total dana yang akan diinvestasikan dan porsi pendistribusian dana pada masing-masing instrumen investasi serta beban pajak dan pelaporan yang harus ditanggung.
 3. Pemilihan strategi portofolio
Investor dapat memilih untuk menjalankan satu bahkan kedua strategi portofolio yang tersedia, yaitu strategi portofolio aktif (secara mandiri investor menggunakan informasi yang tersedia dan teknik-teknik peramalan untuk mencari kombinasi portofolio terbaik); dan strategi portofolio pasif (investor dapat membeli *mutual fund* (reksadana) dengan mengalihkan keputusan alokasi portofolio kepada manajer investasi).
 4. Pemilihan aset
Setelah penentuan strategi portofolio, investor akan mengevaluasi dan memilih aset-aset yang akan dikelompokkan dalam suatu portofolio untuk mencari kombinasi portofolio yang efisien dalam *return* (memberikan *return* tertinggi dengan tingkat risiko terendah).
 5. Pengukuran dan evaluasi kinerja portofolio
Pada tahap ini investor mengukur kinerja portofolio dengan membandingkan *realized return* terhadap *expected return*, serta membandingkan hasil pengukuran tersebut dengan kinerja portofolio lainnya melalui proses *bench marketing*. Jika ternyata hasilnya kurang maksimal, maka proses keputusan investasi harus diulang dari awal, namun jika hasilnya dirasa sudah optimal maka investasi dapat dipertahankan atau dilanjutkan (*re-investment*).

2.1.4.6. Faktor Yang Mempengaruhi Keputusan Investasi

Lubis dan Zulam (2016:149) menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi investasi sebagai berikut:

1. Tingkat suku bunga
Tingkat suku bunga yang ditetapkan oleh Bank Sentral menentukan investasi

- mana yang dianggap akan memberikan return kepada investor paling optimal.
2. Tingkat keuntungan investasi yang diramalkan
Peramalan keuntungan yang akan diperoleh di masa depan akan memberikan investor sebuah gambaran mengenai prospek sebuah sektor usaha yang layak diinvestasikan serta besarnya investasi yang harus dialokasikan.
 3. Tingkat pendapatan nasional dan perubahan-perubahannya
Jika pendapatan nasional meningkat maka berarti bahwa tingkat daya beli masyarakat dan *total aggregate demand* juga akan meningkat, yang pada akhirnya akan mendorong tumbuhnya investasi lain (*induced investment*).
 4. Tingkat keuntungan perusahaan
Semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan akan menarik investor untuk merelakan sebagian dari *return* yang seharusnya mereka peroleh untuk digunakan dalam berbagai investasi pengembangan perusahaan.
 5. Situasi politik
Karena investasi memerlukan jangka waktu yang relatif lama untuk mendapatkan pengembalian modal dan *return*, maka kestabilan politik dalam dan luar negeri juga menjadi pertimbangan investor, terutama bagi investor asing dalam perencanaan menanamkan dana mereka.
 6. Kemajuan teknologi
Pengaplikasian inovasi teknologi baru dalam suatu perusahaan dipandang akan membawa suatu efisiensi bagi perusahaan, sehingga memungkinkan semakin optimal tingkat investasi yang akan diperoleh.
 7. Kemudahan-kemudahan yang diberikan pemerintah
Regulasi dan sarana-prasarana umum yang baik seperti jalan raya, listrik dan sistem komunikasi di suatu daerah akan mempermudah investor dalam mengambil keputusan untuk menanamkan modalnya pada suatu perusahaan.

2.1.4.7. Pengukuran Keputusan Investasi

Dalam studi yang dilakukan Myers (1977) diperkenalkan suatu cara penilaian perusahaan yang menimbang pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen dimasa yang akan datang, dimana investasi yang dilakukan merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang besar. Penilaian ini dikenal sebagai Investment Opportunities Set (IOS) merupakan. IOS dipengaruhi oleh aktiva yang saat ini telah ditempatkan dan opsi untuk investasi di masa depan. Opsi investasi di masa depan dapat diperoleh jika perusahaan memiliki proyek dengan net present value (NPV) yang positif.

Wulansari (2013) menyatakan bahwa IOS mampu menggambarkan besarnya peluang suatu perusahaan untuk layak berinvestasi. Allapur & Trombley

menyatakan bahwa IOS dapat digolongkan menjadi 3 (tiga) proksi, yakni:

1. Proksi IOS berdasar harga (*price-based proxies*)
Proksi ini menggambarkan prospek pertumbuhan perusahaan dinyatakan melalui harga saham. Perusahaan yang prospektif memiliki nilai pasar yang tinggi atas aktiva-aktiva yang dimiliki. IOS yang didasari pada harga diukur melalui rasio- rasio:
 - a. *Market to Book Value Equity* (MVE/BVE),
 - b. *Market to Book Value of Assets* (MVA/BVA),
 - c. *Earning Per Share Price* (EPS)
2. Proksi IOS berdasar investasi (*investment-based proxies*)
Proksi ini berlandaskan pada gagasan bahwa semakin tinggi kegiatan investasi terhadap suatu perusahaan menggambarkan tingginya nilai IOS suatu perusahaan. Rasio-rasio yang digunakan dalam pengukuran Proksi IOS berbasis pada investasi adalah:
 - a. *Capital Expenditure to Book Value Asset* (CEP/BVA),
 - b. *Capital Expenditure to Market Value of Assets* (CEP/MVA)
3. Proksi IOS berdasar pada varian (*variance measures*)
Proksi ini menggambarkan prospektif suatu opsi investasi berdasarkan pengukuran *return*.
Price Earning Ratio (PER) dinilai mampu mengindikasi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan potensial perusahaan di masa mendatang. Menurut Tandelilin (2010:320) *Price Earning Ratio* (PER) merupakan rasio atau perbandingan antara harga saham terhadap *earning* perusahaan. Semakin besar PER suatu saham maka maka pendapatan perusahaan semakin besar, yang berakibat pada *return* per lembar sahamnya juga semakin besar. Formula yang digunakan untuk menghitung PER adalah:
PER = Harga Saham / Earning per Lembar Saham

2.1.5. Keputusan Pendanaan

Keputusan Pendanaan (Pembiayaan) Perusahaan dan Pasar Modal, inti dari bab ini adalah untuk memperkenalkan konsep pasar modal yang efisien dan implikasinya terhadap keuangan perusahaan. Pasar modal yang efisien adalah pasar di mana harga pasar mencerminkan informasi yang tersedia. Ini berarti bahwa harga pasar mencerminkan nilai sekarang (PV) yang mendasari sekuritas, dan tidak ada cara untuk menghasilkan keuntungan yang tidak biasa atau berlebih dengan menggunakan informasi yang tersedia. *Stephen A. Ross (Corporate finance, 2015: 412)*.

Konsep ini memiliki implikasi mendalam bagi manajer keuangan, karena

efisiensi pasar menghilangkan banyak strategi peningkatan nilai perusahaan. Secara khusus, kami menunjukkan bahwa di pasar yang efisien :

1. Harga saham tidak boleh dipengaruhi oleh pilihan metode akuntansi perusahaan.
2. Manajer keuangan tidak dapat mengatur waktu penerbitan obligasi dan saham.
3. Perusahaan tidak dapat mengharapkan untuk mendapatkan keuntungan melalui spekulasi di pasar mata uang dan obligasi.
4. Manajer keuangan harus memperhatikan informasi dalam harga pasar.

Namun, bukti efisiensi pasar tidak satu sisi. Sebuah aliran pemikiran yang sangat berpengaruh, yang dikenal sebagai keuangan perilaku, berpendapat bahwa pasar sama sekali tidak efisien. Pada akhirnya, apakah pasar modal efisien atau tidak adalah pertanyaan empiris. Kami akan menjelaskan beberapa studi yang meneliti pasar yang efisien.

2.1.5.1. Bisakah Keputusan Pendanaan Menciptakan Nilai

Bagian awal buku ini menunjukkan bagaimana mengevaluasi proyek sesuai dengan kriteria net present value (NPV). Dunia nyata adalah tempat yang kompetitif, di mana proyek dengan NPV positif tidak selalu mudah didapat. Namun, melalui kerja keras atau melalui nasib baik, perusahaan dapat mengidentifikasi proyek yang menang. Misalnya, untuk menciptakan nilai dari keputusan penganggaran modal, perusahaan cenderung melakukan hal berikut:

1. Temukan permintaan yang tidak puas untuk produk atau layanan tertentu.
2. Buat penghalang untuk membuatnya lebih sulit bagi perusahaan lain untuk bersaing.
3. Menghasilkan produk atau layanan dengan biaya lebih rendah daripada pesaing.
4. Jadilah yang pertama mengembangkan produk baru.

Keputusan pembiayaan yang khas termasuk berapa banyak utang dan ekuitas untuk dijual, jenis utang dan ekuitas apa yang akan dijual, dan kapan harus menjual utang dan ekuitas. Sama seperti kriteria NPV digunakan untuk mengevaluasi proyek capital bud-geting, kami sekarang ingin menggunakan kriteria yang sama untuk mengevaluasi keputusan pembiayaan.

Meskipun prosedur untuk mengevaluasi keputusan pembiayaan identik dengan prosedur untuk mengevaluasi proyek, hasilnya berbeda. Ternyata perusahaan tipikal memiliki lebih banyak peluang belanja modal dengan NPV positif daripada peluang pembiayaan dengan NPV positif. Bahkan, kami kemudian menunjukkan bahwa beberapa model keuangan yang masuk akal menyiratkan bahwa tidak ada peluang keuangan yang berharga sama sekali.

Meskipun kelangkaan peluang pembiayaan yang menguntungkan ini akan diperiksa secara rinci nanti, beberapa komentar sudah beres sekarang. Kami berpendapat bahwa pada dasarnya ada tiga cara untuk menciptakan peluang pembiayaan yang berharga:

1. Menipu investor.

Asumsikan bahwa perusahaan dapat meningkatkan modal baik dengan menerbitkan saham atau dengan menerbitkan keamanan yang lebih kompleks, katakanlah, kombinasi saham dan waran. Misalkan, sebenarnya,

100 saham bernilai sama dengan 50 unit keamanan kompleks kita. Jika investor memiliki pandangan yang salah arah dan terlalu optimis tentang keamanan yang kompleks, mungkin 50 unit dapat dijual dengan harga lebih dari 100 saham bisa. Jelas, keamanan yang kompleks ini memberikan peluang pembiayaan yang berharga karena perusahaan mendapatkan lebih dari nilai wajar untuk itu.

Manajer keuangan mencoba mengemas sekuritas untuk menerima nilai terbesar. Seorang sinis mungkin melihat ini sebagai upaya untuk menipu investor. Namun, bukti empiris menunjukkan bahwa investor tidak dapat dengan mudah dibodohi. Dengan demikian, seseorang harus skeptis bahwa nilai dapat dengan mudah diciptakan.

Teori pasar modal yang efisien mengungkapkan gagasan ini. Dalam bentuknya yang ekstrem, dikatakan bahwa semua sekuritas diberi harga yang tepat setiap saat, menyiratkan bahwa pasar secara keseluruhan memang sangat lihai. Dengan demikian, manajer perusahaan tidak boleh berusaha menciptakan nilai dengan membodohi investor. Sebaliknya, manajer harus menciptakan nilai dengan cara lain.

2. Mengurangi biaya atau meningkatkan subsidi.

Kami menunjukkan kemudian dalam buku ini bahwa bentuk-bentuk pembiayaan tertentu memiliki keuntungan pajak yang lebih besar daripada bentuk-bentuk lain. Jelas, perusahaan packag-ing sekuritas untuk meminimalkan pajak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, setiap teknik keuangan melibatkan biaya lain. Misalnya, bankir investasi, pengacara, dan akuntan harus dibayar. Perusahaan pengemasan sekuritas untuk meminimalkan biaya ini juga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

3. Buat keamanan baru.

Telah terjadi lonjakan inovasi keuangan dalam dua dekade terakhir. Misalnya, dalam sebuah pidato tentang inovasi keuangan, almarhum pemenang Nobel Merton Miller mengajukan pertanyaan retoris, "Dapatkah periode dua puluh tahun dalam sejarah yang tercatat telah menyaksikan bahkan sepersepuluh dari

banyak perkembangan baru?. Di mana perusahaan pernah hanya menerbitkan utang lurus dan saham biasa lurus, mereka sekarang menerbitkan kupon nol, obligasi terkait inflasi, catatan tingkat bunga yang dapat disesuaikan, catatan tingkat bunga mengambang, obligasi yang dapat ditempatkan, sekuritas utang yang ditingkatkan kredit, sekuritas yang didukung piutang, saham preferen yang dapat disesuaikan secara vertikal, dan utang konversi tingkat yang dapat disesuaikan untuk menyebutkan hanya beberapa. Dan inovasi keuangan telah terjadi bahkan lebih cepat di tahun-tahun setelah pidato Miller.

Meskipun keuntungan dari masing-masing instrumen berbeda, satu tema umum adalah bahwa sekuritas baru ini tidak dapat dengan mudah diduplikasi oleh kombinasi keamanan yang ada. Dengan demikian, klien yang sebelumnya tidak puas dapat membayar ekstra untuk keamanan khusus yang memenuhi kebutuhannya. Misalnya, obligasi putable memungkinkan pembeli menjual obligasi dengan harga tetap kembali ke perusahaan. Inovasi ini menciptakan dasar harga, memungkinkan investor untuk mengurangi risiko penurunannya. Mungkin investor yang menghindari risiko atau investor dengan sedikit pengetahuan tentang pasar obligasi akan menganggap fitur ini sangat menarik.

Perusahaan mendapatkan keuntungan dari mengembangkan sekuritas unik dengan menerbitkan sekuritas ini dengan harga tinggi. Namun, kami percaya bahwa nilai yang ditangkap oleh inovator kecil dalam jangka panjang karena inovator biasanya tidak dapat mematenkan atau hak cipta ide tersebut. Banyak perusahaan akan menerbitkan sekuritas dari jenis yang sama, memaksa harga turun sebagai hasilnya. Pengantar singkat ini menetapkan panggung untuk lima bab berikutnya dari buku ini. Sisa bab ini mengkaji hipotesis pasar modal yang efisien. Kami menunjukkan bahwa jika pasar modal efisien, manajer perusahaan tidak dapat menciptakan nilai dengan membodohi investor. Ini cukup penting, karena manajer harus menciptakan nilai dengan cara lain yang lebih sulit.

Secara umum, dapat didefinisikan bahwa keputusan pendanaan merupakan serangkaian keputusan yang diambil berkaitan dengan pemenuhan dana untuk membiayai suatu investasi atau operasional perusahaan secara efisien. Syahyunan, (2015:2) menjelaskan, manajer keuangan harus memperoleh dana bagi perusahaan dengan pertimbangan yang cermat dengan biaya minimal namun paling menguntungkan, karena sifat dan biaya yang mengiringi masing-masing sumber dana memiliki konsekuensi finansial yang berbeda pula, sehingga harus dianalisis alternatif- alternatif sumber dana lain sehingga dapat diambil keputusan alternatif sumber dana atau kombinasi sumber dana mana yang akan dipilih.

Brigham dan Houston (2001) dalam Lihan Rini Puspo Wijoyo (2010), peningkatan utang dimaknai oleh pihak luar sebagai kemampuan perusahaan untuk

membayar kewajibannya di masa depan atau adanya risiko bisnis yang rendah, yang akan direspon positif oleh pasar. Ada 2 (dua) pandangan mengenai pendanaan decisions. Pandangan pertama dikenal dengan pandangan tradisional yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan.

Sutrisno (2015:5) menjelaskan bahwa keputusan pendanaan disebut pula dengan kebijakan struktur modal, karena komposisi sumber-sumber dana yang dipilih oleh manajer keuangan menjadi pembentuk struktur modal perusahaan yang akan digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Murtini (2008:98) dan Martono & Harjito (2010: 5) menjelaskan bahwa pertimbangan utama dalam keputusan pendanaan adalah bagaimana komposisi alternatif yang optimal dan menguntungkan antara penggunaan dana internal(modal saham) dengan dana eksternal (utang) karena hal ini berkaitan dengan struktur modal perusahaan (komposisi modal yang tepat antara utang internal dan eksternal).

2.1.5.2. Diskripsi Pasar Modal Yang Efisien

Pasar modal yang efisien adalah pasar di mana harga saham sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Untuk menggambarkan bagaimana pasar yang efisien bekerja, anggaplah *F-stop Camera Corporation (FCC)* sedang mencoba mengembangkan kamera yang akan menggandakan kecepatan sistem fokus otomatis yang sekarang tersedia. FCC percaya penelitian ini memiliki NPV positif. *Stephen A. Ross (Corporate finance, 2015 : 414)*.

Sekarang pertimbangkan bagian saham di FCC. Apa yang menentukan kesediaan investor untuk memegang saham FCC pada harga tertentu? Salah satu faktor penting adalah probabilitas bahwa FCC akan menjadi perusahaan untuk mengembangkan *sistem autofocusing* baru terlebih dahulu. Di pasar yang efisien, kita akan mengharapkan harga saham FCC naik jika probabilitas ini meningkat.

Misalkan seorang insinyur terkenal disewa oleh FCC untuk membantu mengembangkan sistem fokus otomatis yang baru. Di pasar yang efisien, apa yang akan terjadi pada harga saham FCC ketika ini diumumkan? Jika ilmuwan terkenal dibayar gaji yang sepenuhnya mencerminkan kontribusinya kepada perusahaan, harga saham tidak akan selalu berubah. Anggaplah, sebaliknya, bahwa mempekerjakan ilmuwan adalah transaksi NPV positif. Dalam hal ini, harga saham di FCC akan meningkat karena perusahaan dapat membayar gaji ilmuwan di bawah nilai sebenarnya bagi perusahaan.

Kapan kenaikan harga saham FCC akan terjadi?. Asumsikan bahwa pengumuman perekrutan dibuat dalam siaran pers pada hari Rabu pagi. Di pasar yang efisien, harga saham di FCC akan *segera dan benar* menyesuaikan dengan informasi baru ini. Investor seharusnya tidak dapat membeli saham pada hari Rabu

setelah tengah hari dan mendapat untung pada hari Kamis. Ini akan menyiratkan bahwa pasar saham membutuhkan waktu sehari untuk menyadari implikasi dari siaran pers FCC. Efficient market hypothesis (EMH) memprediksi bahwa harga saham FCC pada Rabu sore sudah akan mencerminkan informasi yang terdapat pada Rabu siaran pers pagi.

Hipotesis pasar efisien (EMH) memiliki implikasi bagi investor dan perusahaan:

1. Karena informasi tercermin dalam harga segera, investor seharusnya hanya berharap untuk mendapatkan tingkat pengembalian normal. Kesadaran akan informasi ketika dirilis tidak ada gunanya bagi investor. Harga menyesuaikan sebelum investor memiliki waktu untuk berdagang di atasnya.
2. Perusahaan harus mengharapkan untuk menerima nilai wajar untuk sekuritas yang mereka jual. *Fair* berarti bahwa harga yang mereka terima untuk sekuritas yang mereka terbitkan adalah PV. Dengan demikian, peluang pembiayaan berharga yang muncul dari membodohi investor tidak tersedia di pasar modal yang efisien.

2.1.5.3. Fondasi Efisiensi Pasar

Gambar 2.5 menunjukkan konsekuensi dari efisiensi pasar. Tapi apa saja kondisi yang *menyebabkan* efisiensi pasar? Andrei Shleifer berpendapat bahwa ada tiga kondisi, salah satunya akan mengarah pada efisiensi: (1) rasionalitas, (2) penyimpangan independen dari rasionalitas, dan (3) arbitrase. Diskusi tentang kondisi ini mengikuti.

2.1.5.3.1. Rasionalitas

Bayangkan bahwa semua investor rasional. Ketika informasi baru dirilis di pasar, semua investor akan menyesuaikan perkiraan harga saham mereka dengan cara yang rasional. Dalam contoh kami, investor akan menggunakan informasi dalam siaran pers FCC, bersama dengan informasi yang ada di perusahaan, untuk menentukan NPV usaha baru FCC. Jika informasi dalam siaran pers menyiratkan bahwa NPV usaha adalah \$ 10 juta dan ada 2 juta saham, investor akan menghitung bahwa NPV adalah \$ 5 per saham. Sementara harga lama FCC mungkin, katakanlah, \$ 40, tidak ada yang sekarang akan bertransaksi dengan harga itu. Siapa pun yang tertarik untuk menjual hanya akan menjual dengan harga setidaknya \$45 (\$40 + \$5). Dan siapa pun yang tertarik untuk membeli sekarang akan bersedia membayar hingga \$ 45.

Dengan kata lain, harga akan naik sebesar \$5. Dan harga akan segera naik, karena investor rasional tidak akan melihat alasan untuk menunggu sebelum

berdagang dengan harga baru.

Tentu saja, kita semua tahu saat-saat ketika anggota keluarga, teman, dan bahkan diri kita sendiri tampaknya berperilaku kurang rasional. Jadi, mungkin terlalu berlebihan untuk meminta *semua* investor berperilaku rasional. Tetapi pasar masih akan efisien jika skenario berikut berlaku.

2.1.5.3.2. Penyimpangan Independen dari Rasionalitas

Anggaphlah siaran pers FCC tidak begitu jelas. Berapa banyak kamera baru yang kemungkinan akan dijual? Berapa harganya? Berapa kemungkinan biaya per kamera? Akankah perusahaan kamera lain dapat mengembangkan produk yang bersaing? Berapa lama waktu yang dibutuhkan? Jika pertanyaan-pertanyaan ini dan lainnya tidak dapat dijawab dengan mudah, akan sulit untuk memperkirakan NPV.

Sekarang bayangkan bahwa dengan begitu banyak pertanyaan yang tidak terjawab, banyak investor tidak berpikir jernih. Beberapa investor mungkin terjebak dalam romansa produk baru, berharap, dan akhirnya percaya, dalam proyeksi penjualan jauh di atas apa yang rasio. Mereka akan membayar lebih untuk saham baru. Dan jika mereka perlu menjual saham (mungkin untuk membiayai konsumsi saat ini), mereka akan melakukannya hanya dengan harga tinggi. Jika orang-orang ini mendominasi pasar, harga saham kemungkinan akan naik melampaui apa yang diprediksi oleh efisiensi pasar .

Namun, karena resistensi emosional, investor dapat dengan mudah bereaksi terhadap informasi baru secara pesimis. Bagaimanapun, sejarawan bisnis memberi tahu kami bahwa investor pada awalnya cukup skeptis tentang manfaat telepon, mesin fotokopi, mobil, dan film. Tentu saja, mereka bisa terlalu skeptis tentang era kamera baru ini. Jika investor terutama dari jenis ini, harga saham kemungkinan akan naik kurang dari efisiensi pasar akan memprediksi.

Tetapi anggaphlah bahwa sekitar sebanyak mungkin individu yang optimis secara irasional seperti halnya pesimis yang tidak rasional. Harga kemungkinan akan naik dengan cara yang konsisten dengan efisiensi pasar, meskipun sebagian besar investor akan diklasifikasikan sebagai kurang dari rasio penuh. Dengan demikian, efisiensi pasar tidak memerlukan individu yang rasional, hanya melawan irasionalitas. Namun, asumsi mengimbangi irasionalitas ini setiap saat mungkin tidak realistis. Mungkin sebagian besar investor tersapu pada waktu-waktu tertentu oleh optimisme yang berlebihan dan terjebak dalam pergolakan pesimisme ekstrem di lain waktu. Tetapi bahkan di sini, ada asumsi yang akan menghasilkan efisiensi.

Bayangkan sebuah dunia dengan dua jenis individu: amatir irasional dan profesional rasional. Para amatir terjebak dalam emosi mereka, kadang-kadang

percaya secara tidak rasional bahwa suatu saham *undervalued* dan di lain waktu percaya sebaliknya. Jika gairah amatir yang berbeda tidak membatalkan satu sama lain, amatir ini, dengan sendirinya, akan cenderung membawa saham baik di atas atau di bawah harga efisien mereka.

Sekarang mari kita bawa para profesional. Misalkan para profesional menjalankan bisnis mereka secara metodis dan rasional. Mereka mempelajari perusahaan secara menyeluruh, mereka mengevaluasi bukti secara objektif, mereka memperkirakan harga saham dengan dingin dan jelas, dan mereka bertindak sesuai. Jika saham underpriced, mereka membelinya. Jika terlalu mahal, mereka menjualnya (atau bahkan menjualnya pendek.) Dan kepercayaan diri mereka kemungkinan lebih besar daripada amatir. Sementara seorang amatir mungkin hanya mengambil risiko sejumlah kecil, para profesional ini mungkin mengambil risiko besar, mengetahui bahwa saham tersebut salah harga. Selain itu, mereka akan bersedia untuk mengatur seluruh portofolio mereka untuk mencari keuntungan. Jika mereka menemukan bahwa General Motors underpriced, mereka mungkin menjual saham Ford yang mereka miliki (atau bahkan menjual Ford short) untuk membeli GM. *Arbitrase* adalah kata yang terlintas dalam pikiran di sini, karena arbitrase menghasilkan keuntungan dari pembelian dan penjualan simultan sekuritas yang berbeda, tetapi pengganti. Jika arbitrase profesional mendominasi spekulasi amatir, pasar akan tetap efisien.

2.1.5.4. Teori Pendanaan

Teori yang sering digunakan sebagai landasan keputusan pendanaan adalah *Trade off Theory*. Umdiana dan Claudia (2020:55) menjelaskan bahwa Trade off Theory membahas hubungan antara struktur modal perusahaan dengan nilai perusahaan.

Husnan dan Pudjiastuti (2015:282) menjabarkan bahwa esensi teori ini adalah bahwa utang tidak hanya memberikan manfaat, tetapi juga ada pengorbanan biaya, sehingga manajer keuangan harus mendapatkan keseimbangan antara manfaat yang akan didapat dan pengorbanan yang harus dikeluarkan akibat penggunaan utang dalam struktur modal. Pengorbanan yang lebih besar dibandingkan manfaat utang sebaiknya dihindari, sedangkan manfaat yang diperoleh lebih besar dari pengorbanan yang dilakukan lebih disarankan.

Sudana (2015:172) menerangkan bahwa dalam *Trade-off theory* juga dijelaskan bahwa ketika kondisi struktur modal perusahaan berada di bawah titik optimal, maka setiap penambahan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, dan sebaliknya.

Menurut Modigliani-Miller (MM) dengan memanfaatkan pajak dan harga

saham, perusahaan dapat sepenuhnya menggunakan utang untuk mencapai nilai maksimal perusahaan. Dijelaskan dalam teori ini bahwa pembayaran bunga bisa dipakai untuk mengurangi beban pajak (*deductibility of interest payment*), namun juga memunculkan *legal fee* dan *distress price* yang merupakan biaya kebangkrutan. Semakin besar utang yang dijadikan sumber modal perusahaan maka semakin besar biaya kebangkrutan yang memungkinkan terjadinya kebangkrutan perusahaan.

Brigham & Houston (2016:36) menjelaskan bahwa alasan utama perusahaan membatasi penggunaan utang adalah untuk menjaga biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan tetap rendah.

Dapat disimpulkan bahwa penggunaan utang sebagai sumber modal akan meningkatkan nilai perusahaan namun hingga titik tertentu. Menurut Mirza (1996), model *trade-off* ini tidak dapat digunakan untuk menentukan secara tepat bagaimana struktur modal yang optimal karena tidak dapat menyajikan *present value cost of financial distress* dan *present value agency cost*, namun model ini memungkinkan manajemen untuk membuat tiga landasan dalam keputusan penggunaan *leverage*, yakni:

1. Perusahaan dengan risiko bisnis yang rendah dapat meminjam lebih leluasa tanpa harus terbebani *expected cost of financial distress* dan dari penggunaan utang tersebut akan memperoleh keuntungan pajak.
2. Perusahaan yang memiliki *tangible assets* dan *marketable assets* dapat meminjam lebih leluasa, karena *intangible assets* lebih mudah untuk dicairkan ketika *financial distress* terjadi.
3. Perusahaan di negara dengan tingkat pajaknya tinggi dapat melakukan utang yang lebih besar.

2.1.5.5. Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan

Brigham & Houston (2013:188) menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan:

1. Stabilitas Penjualan
Perusahaan yang memiliki tingkat penjualan yang stabil dapat mengambil utang yang lebih besar dan menganggarkan beban tetap yang lebih tinggi dari pada perusahaan yang memiliki tingkat penjualan fluktuatif.
2. Struktur Aset
Perusahaan yang memiliki aset banyak yang sesuai dengan persyaratan jaminan- pinjaman cenderung lebih mudah mendapatkan utang.
3. *Leverage* Operasi
Perusahaan yang memiliki *leverage* operasi yang rendah lebih mampu menerapkan *leverage* keuangan karena memiliki risiko usaha yang lebih

rendah.

4. Tingkat Pertumbuhan

Jika hal lain dianggap sama, maka perusahaan yang memiliki pertumbuhan lebih cepat harus lebih mengandalkan diri pada modal eksternal. Selain itu, biaya emisi yang berkaitan dengan penjualan saham biasa akan melebihi biaya emisi yang terjadi ketika perusahaan menjual utang, mendorong perusahaan yang mengalami pertumbuhan pesat untuk lebih mengandalkan diri pada utang.

Namun, pada waktu yang bersamaan perusahaan tersebut seringkali menghadapi ketidakpastian yang lebih tinggi, cenderung akan menurunkan keinginan mereka untuk menggunakan utang.

5. Profitabilitas

Sering kali diamati bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian atas investasi yang sangat tinggi ternyata menggunakan utang dalam jumlah yang relatif sedikit. Salah satu penjelasan praktisnya adalah perusahaan yang menguntungkan seperti Intel, Microsoft dan Coca-Cola tidak membutuhkan pendanaan utang terlalu banyak. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan-perusahaan tersebut melakukan sebagian besar pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal.

6. Pajak

Bunga merupakan suatu beban pengurang pajak, dan pengurangan ini lebih bernilai bagi perusahaan dengan tarif pajak tinggi. Jadi makin tinggi tarif suatu pajak suatu perusahaan, maka makin besar keunggulan dari utang.

7. Kendali

Perbandingan antara jumlah utang dan jumlah modal yang diperoleh dari saham mempengaruhi struktur modal dan pada posisi kendali perusahaan. Jika manajemen memiliki kendali hak suara (lebih dari 50 persen saham) namun tidak berencana menerbitkan saham tambahan lagi, maka utang akan menjadi pilihan sumber pendanaan.

8. Sikap Manajemen

Manajemen dapat melaksanakan pertimbangannya sendiri tentang struktur modal yang tepat. Beberapa manajemen cenderung lebih konservatif dibandingkan yang lain, dan menggunakan utang dalam jumlah yang lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata perusahaan di dalam industrinya, sementara manajemen yang agresif menggunakan lebih banyak utang dalam usaha mereka untuk mendapatkan laba yang lebih tinggi.

9. Sikap Pemberi Pinjaman dan Lembaga Pemeringkat

Tanpa mempertimbangkan analisis manajemen terdiri atas sektor *leverage*

yang tepat bagi perusahaan, sikap pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat sering kali akan mempengaruhi kepuasan struktur keuangan. Perusahaan sering kali membahas struktur modalnya dengan pihak pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat serta sangat memperhatikan saran mereka.

10. Kondisi Pasar

Perubahan kondisi pasar saham dan obligasi dalam jangka panjang maupun jangka pendek dapat memberikan arah penting pada struktur modal optimal suatu perusahaan. Perusahaan berperingkat rendah yang membutuhkan modal terpaksa pergi ke pasar saham atau pasar utang jangka pendek, tanpa melihat sasaran struktur modalnya. Namun, ketika kondisi melonggar perusahaan-perusahaan ini menjual obligasi jangka panjang untuk mengembalikan struktur modalnya kembali pada sasaran.

11. Kondisi Internal Perusahaan

Perusahaan yang memiliki kondisi internal yang baik, mudah menerbitkan saham biasa, (*common stock*), menggunakannya untuk melunasi utang dan kembali pada sasaran modalnya.

12. Fleksibilitas Keuangan

Fleksibilitas keuangan menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghimpun modal dengan persyaratan yang wajar meskipun dalam kondisi yang buruk. Semakin besar kebutuhan modal di masa dan buruknya konsekuensi yang akan terjadi apabila perusahaan tidak mampu untuk mendapatkan dana akan mempersulit operasional perusahaan. Maka sebaiknya perusahaan bijak dalam melakukan pinjaman dan menjaga seminimum mungkin jumlah utang yang tercatat pada neraca perusahaan.

2.1.5.6. Pengukuran Pendanaan

2.1.5.6.1 *Debt to Assets Ratio* (DAR)

Kasmir (2017:156) menyatakan bahwa nilai rasio DAR didapatkan melalui perbandingan antara total utang perusahaan (*total debt*) terhadap total aktiva yang dimiliki (*total asset*). Melalui rasio ini dapat diketahui mengenai seberapa besar utang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva. Nilai DAR yang tinggi berarti bahwa operasional perusahaan dijalankan dengan pendanaan utang yang tinggi, maka akan semakin sulit bagi perusahaan untuk memperoleh tambahan pinjaman karena ada kekhawatiran bahwa perusahaan mungkin akan tidak mampu membayar utang-utangnya dengan aktiva yang dimilikinya. DAR dihitung dengan formula berikut:

$$\text{Debt to Assets Ratio (DAR)} = (\text{Total Debt} / \text{Total Assets}) \times 100\%$$

2.1.5.6.2. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Kasmir (2017:157) menjelaskan bahwa nilai rasio DER didapatkan melalui perbandingan antara seluruh utang perusahaan (*total debt*) terhadap seluruh ekuitas (*total equity*) yang dimiliki. Rasio ini digunakan untuk menilai setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan utang. DER dihitung dengan formula berikut:

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = (\text{Total Utang} / \text{Ekuitas}) \times 100\%$$

2.1.6. *Financial Risk*

2.1.6.1. *Definisi Financial Risk*

Risiko adalah salah satu perhitungan langkah yang harus diperhatikan oleh manajemen sebuah perusahaan, terutama dengan kaitannya dalam pembuatan keputusan struktur modal, investasi maupun distribusi keuntungan. Bisnis apapun pasti akan menghadapi berbagai risiko dalam perjalanannya.

Aven (2012) menjelaskan bahwa sebagian ekonom mendefinisikan risiko berdasar pada probabilitas, peluang atau nilai yang diharapkan, sementara ekonom lainnya mendasarkan lebih pada peristiwa atau bahaya yang tidak diinginkan.

Bessis (2011) yang mendefinisikan risiko sebagai sebuah kemungkinan terjadinya suatu kejadian buruk yang tidak terduga di masa depan. Dilihat dari sudut pandang dampak yang ditimbulkan, risiko terbagi menjadi dua sebagai risiko sistematis dan risiko non-sistematis. Risiko sistematis mengacu pada risiko di sektor Ekonomi makro (risiko inflasi, risiko nilai tukar, risiko suku bunga dan risiko politik) dan setiap perusahaan akan mendapat pengaruh berat dan ringan yang berbeda. Sedangkan risiko non-sistematis lebih bersifat ekonomi mikro (risiko keuangan, risiko operasional, risiko sektoral, risiko manajemen).

Financial Risk adalah kemungkinan bahwa suatu organisasi akan gagal memenuhi komitmen keuangannya pada saat jatuh tempo. Rejda (2011) membagi risiko keuangan menjadi dua, yaitu; risiko keuangan eksternal karena perubahan pasar keuangan dan risiko keuangan internal dari dalam perusahaan. Risiko keuangan timbul sehubungan dengan keputusan keuangan perusahaan.

Manajemen risiko yang efektif merupakan tantangan besar bagi seluruh stakeholder perusahaan (Noor & Abdalla, 2014) karena perusahaan yang bertujuan untuk memaksimalkan profitabilitas dan nilai perusahaan pasti akan menemui banyak risiko (Waitherero et al, 2019). Dalam manajemen risiko, manajemen harus menentukan risiko apa saja yang akan mereka hadapi dan kemudian mengevaluasi risiko-risiko tersebut agar selanjutnya dapat dilakukan aktivitas pengendalian dan pemantauan risiko. Komunikasi yang baik dalam internal manajemen dapat mengurangi eksposur risiko perusahaan (Bessis, 2011). Manajemen risiko keuangan yang efektif akan mempermudah pencapaian tujuan perusahaan, yakni

memaksimalkan kekayaan *shareholder*.

Petrovska (2017) menyatakan bahwa Risiko Keuangan dinilai dengan menganalisis tiga pilar utama indikator keuangan. Mempertahankan tingkat kecukupan modal yang stabil memungkinkan organisasi komersial untuk mempertahankan likuiditasnya dalam jangka panjang dan pendek. *Leverage* keuangan adalah indikator dampak dari modal yang dipinjam, yaitu memperhitungkan rasio jumlah laba neraca dan pembayaran bunga terhadap margin keuntungan.

Semakin tinggi nilai ini, semakin besar risiko keuangannya. Tingkat risiko keuangan yang lebih tinggi ini ditentukan sebelumnya oleh pembiayaan eksternal dan pembayaran bunga dan prinsip. Utang keuangan adalah pilar pertama dari struktur keuangan dan termasuk pinjaman bank jangka panjang, kewajiban sewa subordinasi, kewajiban jangka panjang lainnya, dan pinjaman bank jangka pendek.

Pilar kedua yang dianalisis terkait dengan hasil. Fokus utama disini adalah pada pertumbuhan dan dinamika pendapatan (efek dari peningkatan volume, tingkat harga, fluktuasi nilai tukar, ekspansi geografis, investasi baru dan ceruk pasar/segmen produk). Pilar ini membahas tentang perubahan hasil operasi dan perubahan biaya produksi.

Pilar ketiga menentukan kemampuan organisasi komersial untuk memenuhi pembayarannya, atau dengan kata lain, pembentukan " arus kas saat ini". Arus kas mengungkapkan dinamika perusahaan perdagangan dan menyediakan cakupan risiko investasi.

2.1.6.2. Pengukuran *Financial Risk*

Financial Risk pada umumnya diukur melalui rasio-rasio berikut:

2.1.6.2.1. *Liquidity Risk (LR)*

Liquidity Risk (LR) terjadi ketika sebuah perusahaan mengalami kesulitan dalam mengubah asetnya secara cepat menjadi dana tunai untuk melakukan transaksi, seperti aset deposito atau pembayaran *Letter of Credit* yang memiliki waktu jatuh tempo tertentu, serta penjualan aset tetap yang memiliki waktu proses dalam prosedurnya.

Formula untuk menghitung *Liquidity Risk* adalah sebagai berikut:

$$LR = \frac{\text{Short-term Liabilities}}{\text{Current Assets}}$$

2.1.6.2.2. *Exchange Rate Risk (ERR)*

Exchange Rate Risk (ER) adalah risiko dampak kinerja keuangan bisnis akibat fluktuasi nilai tukar mata uang asing. Tiga jenis risiko nilai tukar mata uang asing meliputi:

1. *Transaction Risk*

Transaction Risk adalah risiko yang dihadapi perusahaan ketika melakukan transaksi keuangan antar wilayah yang memiliki mata uang yang berbeda. Risiko timbul dari perubahan nilai tukar sebelum penyelesaian transaksi, yakni waktu tunda antara awal transaksi dan penyelesaian. Risiko ini dapat dikurangi dengan menggunakan kontrak dan opsi *forward*.

2. *Economic Risk*

Economic Risk dikenal juga sebagai risiko perkiraan, yakni risiko bahwa nilai pasar perusahaan dipengaruhi oleh eksposur fluktuasi nilai tukar yang tidak dapat dihindari. Jenis risiko seperti itu biasanya diciptakan oleh kondisi Ekonomi makro, seperti ketidakstabilan geopolitik dan/atau peraturan pemerintah.

3. *Translation Risk*

Translation Risk juga dikenal sebagai *Translation Exposure* yang merupakan risiko yang dihadapi oleh perusahaan yang berkantor pusat di dalam negeri tetapi menjalankan bisnis di wilayah luar negeri, dan kinerja keuangan perusahaan dinyatakan dalam mata uang domestik.

Risiko translasi lebih tinggi ketika perusahaan memegang sebagian besar aset, kewajiban, atau ekuitasnya dalam mata uang asing.

Formula untuk menghitung *Exchange Rate Risk* adalah sebagai berikut:

$$ER = \frac{\text{Net Foreign Currency Position}}{\text{Current Asset}}$$

4. *Credit Risk (CR)*

Credit Risk (CR) adalah risiko keuangan yang muncul ketika sebuah perusahaan gagal mengembalikan jumlah yang dipinjam beserta bunganya. Formula untuk menghitung *Credit Risk* adalah sebagai berikut:

CR =	$\frac{\text{Short Term Trade Receivables} + \text{Related Party Receivables} + \text{Long Term Bilateral Parties Receivables}}{\text{Equity}}$
------	---

5. *Financial Leverage Risk (FLR)*

Financial Leverage Risk adalah upaya strategis meminjam uang untuk berinvestasi dalam aset. Tujuannya adalah agar pengembalian aset tersebut

melebihi biaya pinjaman dana yang dibayarkan untuk aset tersebut. Tujuan *leverage* keuangan adalah untuk meningkatkan *profitabilitas* investor tanpa mengharuskan mereka menggunakan modal pribadi tambahan.

Namun, menggunakan *leverage* tidak menjamin kesuksesan, dan kemungkinan kerugian yang berlebihan lebih mungkin terjadi dari posisi dengan *leverage* yang tinggi. Kerugian dapat terjadi ketika pembayaran beban bunga untuk aset tersebut membebani peminjam karena pengembalian dari aset tersebut tidak mencukupi.

Hal ini dapat terjadi ketika aset mengalami penurunan nilai atau sukubunga naik ke tingkat yang tidak dapat dikelola.

Formula untuk menghitung *Financial Leverage Risk* adalah sebagaiberikut:

$$FL = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$$

2.1.6.3. Hubungan antara Risiko Dan Pengembalian Yang Diharapkan (Capital Asset Pricing Model)

Capital Asset Pricing Model adalah umum untuk berpendapat bahwa pengembalian yang diharapkan atas suatu aset harus berhubungan positif dengan risikonya. Artinya, individu akan memegang aset berisiko hanya jika pengembalian yang diharapkan mengkompensasi risikonya. Pada bagian ini, pertama-tama kami memperkirakan pengembalian yang diharapkan di pasar saham secara keseluruhan. Selanjutnya, kami memperkirakan pengembalian yang diharapkan pada sekuritas individu, *Stephen A. Ross, Corporate finance, 2015:338*).

2.1.6.3.1. Pengembalian Yang Diharapkan di Pasar

Ekonom keuangan sering berpendapat bahwa pengembalian yang diharapkan di pasar dapat direpresentasikan sebagai:

$$RM = RF + \text{Premi risiko}$$

Dengan kata lain, pengembalian yang diharapkan di pasar adalah jumlah dari tingkat bebas risiko dan beberapa kompensasi untuk risiko yang melekat dalam portofolio pasar. Perhatikan bahwa persamaan mengacu pada pengembalian yang *diharapkan* di pasar, bukan pengembalian aktual pada bulan atau tahun tertentu. Karena saham memiliki risiko, pengembalian aktual di pasar selama periode tertentu dapat, tentu saja, kurang dari *RF*, atau bahkan negatif.

Karena investor menginginkan kompensasi untuk risiko, premi risiko mungkin positif. Tapi seberapa positif itu? Secara umum dikatakan bahwa perkiraan terbaik untuk premi risiko di masa depan adalah premi risiko rata-rata di masa lalu.

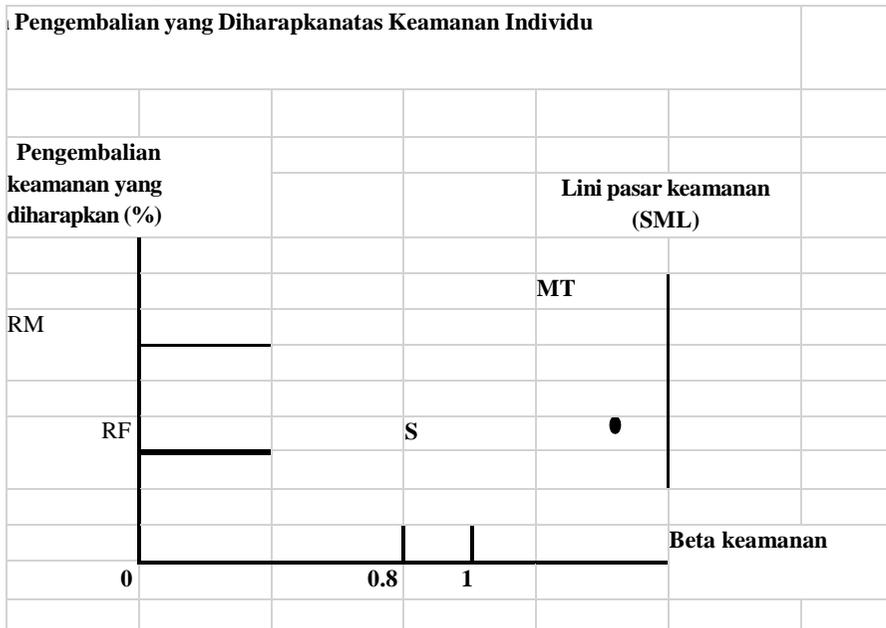
Pengembalian yang diharapkan atas saham biasa adalah 10,43 persen selama periode 1957 hingga 2013. Tingkat bebas risiko rata-rata pada tagihan Treasury 91 hari selama interval waktu yang sama adalah 5,97 persen. Dengan demikian, perbedaan rata-rata antara keduanya sebesar 4,46% (10,43% - 5,97%). Ekonom keuangan menemukan ini menjadi estimasi yang berguna dari perbedaan yang akan terjadi di masa depan. Kami akan sering menggunakannya dalam teks ini.

Misalnya, jika tingkat bebas risiko, umumnya diperkirakan oleh hasil pada tagihan Treasury satu tahun, adalah 5%, pengembalian yang diharapkan di pasar adalah :

$$5\% + 4,46\% = 9,46\%$$

2.1.6.3.2. Pengembalian yang Diharapkan atas Keamanan Individu

Sekarang kita telah memperkirakan pengembalian yang diharapkan dipasar secara keseluruhan, berapa pengembalian yang diharapkan atas keamanan individu? Kami berpendapat bahwa beta sekuritas adalah ukuran risiko yang tepat dalam portofolio yang besar dan terdiversifikasi. Karena sebagian besar investor terdiversifikasi, pengembalian yang diharapkan atas keamanan harus terkait positif dengan beta-nya.



Gambar 2.5. Garis pasar sekuritas (SML) adalah penggambaran grafis dari model penetapan harga aset modal (CAPM). Pengembalian yang diharapkan atas saham dengan beta 0 sama dengan tingkat bebas risiko.

2.1.6.4. Dampak Risiko Keuangan: Krisis Kredit 2007-2009

Krisis kredit terbesar sejak Depresi Besar tahun 1930-an dimulai di pasar perumahan AS dan menyebar ke seluruh dunia. Setelah pulih dari runtuhnya gelembung dot-com, ekonomi AS menikmati periode suku bunga rendah dan akses mudah ke pembiayaan. Optimis tentang pertumbuhan dan keinginan untuk mendapatkan pengembalian yang lebih tinggi, investasi dan lembaga keuangan mengambil risiko kredit dan likuiditas yang meningkat.

2.1.7. *Financial Distress*

2.1.7.1. Definisi *Financial Distress*

Financial distress merupakan beberapa keadaan di mana suatu perusahaan menghadapi tantangan terkait *financial* yang mengakibatkan perusahaan tersebut tidak mampu memenuhi kebutuhan operasional atau kewajiban jangka pendek yang jatuh tempo kepada pemasok dan kreditur (Ufo, 2015; Eboiyehi & Ikpesu, 2017; Sari et.al., 2018). *Financial distress* adalah konteks kebangkrutan, kegagalan atau restrukturisasi perusahaan (Andrade & Kaplan, 1998), sedangkan insolvensi (ketidakmampuan seseorang untuk membayar utang (Ross et.al, 2013) dalam kebangkrutan adalah keadaan perusahaan yang nilai buku utangnya lebih besar dari nilai pasar asetnya (Fachrudin, 2008).

Kesulitan membayar kewajiban terhadap pemasok akan mengganggu kegiatan operasional perusahaan seperti penurunan produksi, kesulitan mendapatkan pemasok, kesulitan memperoleh dana (kreditur), kesulitan memenuhi gaji karyawan dan manajemen. Kondisi ini membuat situasi perusahaan tidak kondusif sehingga perusahaan terkendala untuk mencapai target yang telah ditetapkan. Istilah lain yang juga sering digunakan untuk menggambarkan kondisi ini adalah failure, default dan *bankruptcy* (kebangkrutan). Kesulitan keuangan dapat disebabkan oleh kegagalan bisnis, bencana dan kecelakaan, penipuan dan kecurangan, kondisi ekonomi, pendanaan perusahaan yang tidak memadai, kurangnya pengalaman, strategi bisnis yang tidak tepat, masalah operasional, dan kurangnya kompetensi (Fachrudin, 2008). Sedangkan menurut Rodoni & Herni (2010:176) ditinjau dari kondisi keuangan terdapat tiga keadaan penyebab *financial distress*, antara lain faktor kekurangan modal, beban utang yang terlalu besar serta mengalami kerugian berkelanjutan.

Selain dari faktor internal, *financial distress* juga dapat disebabkan oleh faktor eksternal yang terkait kondisi sosial, ekonomi dan politik dunia. Beberapa contoh faktor eksternal yang terjadi secara global adalah munculnya pandemi COVID-19 dan akibat-akibat yang timbul dari perang antara Ukraina dan Rusia.

Sedangkan faktor eksternal yang terjadi secara regional namun berdampak global, dinyatakan oleh Sari (2017) bahwa adanya oleh perlambatan ekonomi pada negara ekonomi terbesar kedua di dunia yaitu negara Cina akibat penurunan harga komoditas dan harga minyak yang terus-menerus. Selain itu, adanya kebijakan Bank Sentral Amerika Serikat yang menaikkan suku bunga secara bertahap. Serta contoh faktor eksternal yang terjadi secara regional namun berdampak lokal adalah adanya embargo terhadap negara tertentu. 10 (Sepuluh) tanda teratas yang dapat mengindikasikan *financial distress*:

1. Masalah arus kas.
2. Default pada tagihan,
3. Jangka waktu yang diperpanjang.
4. Pembayaran bunga tinggi.
5. Margin yang turun.
6. Peningkatan biaya overhead,.
7. Penjualan menurun.
8. Piutang luar biasa tingkat tinggi.
9. Perputaran tinggi
10. Penurunan moral (Steel, 2020).

Semua pihak atau elemen perusahaan baik di dalam maupun di luar yang memiliki kepentingan tidak ingin perusahaan mengalami *financial distress*. Oleh karena itu, diperlukan prediksi untuk melihat masa depan perusahaan untuk mengetahui prospek ke depan yang baik atau tidak baik tentang kesehatan keuangan perusahaan. Prediksi yang dapat digunakan untuk melihat kemungkinan suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

2.1.7.1.1. Apa Yang Terjadi Dalam Kesulitan Keuangan

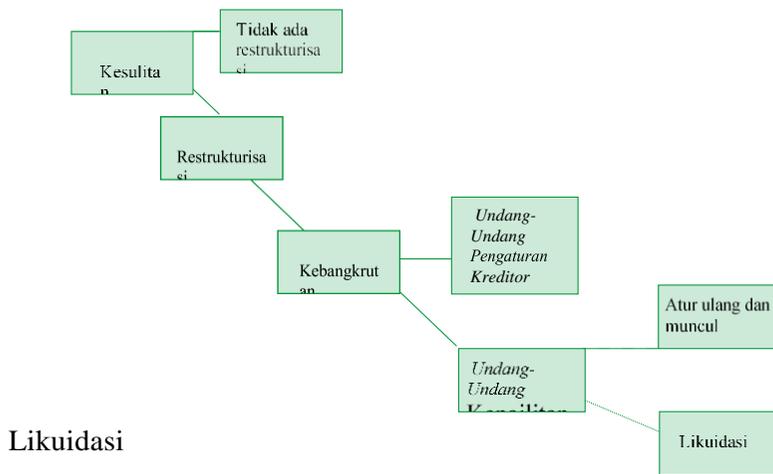
Pada tahun 2009, Canwest, salah satu perusahaan media internasional terbesar di Kanada, mengalami kesulitan keuangan. Berbagai akuisisi Canwest mengambil korban finansial yang signifikan. Perusahaan memangkas tenaga kerjanya, menjual sahamnya di Jaringan Sepuluh Australia, dan menutup outlet TV dan stasiun TV. Pada bulan Oktober 2009, Canwest mengajukan perlindungan kreditor di bawah Undang-Undang *Pengaturan Kreditor Perusahaan (CCAA)* untuk merestrukturisasi utangnya sebesar \$4 miliar, dengan rencana untuk muncul sebagai going concern. Pada akhir Februari 2010, perusahaan mengumumkan bahwa Shaw Communications akan membeli 80% hak suara dan 20% saham ekuitas dalam entitas yang direstrukturisasi. Surat kabar perusahaan bukan bagian dari transaksi Shaw dan diharapkan untuk menjual secara terpisah.⁴ Dua bulan

kemudian, Torstar, yang didukung oleh Fairfax Financial Holdings, mengajukan tawaran untuk aset cetak dan digital Canwest. Pada bulan Juni 2010, pemegang obligasi perusahaan membeli divisi surat kabar Canwest seharga \$1,1 miliar. Dengan sebagian besar aset operasinya terjual, Canwest berganti nama menjadi 2737469 Canada Inc. pada 27 Oktober 2010, dan akhirnya dibubarkan pada 27 Mei 2013. Generalisasi dari contoh Canwest, perusahaan menghadapi kesulitan keuangan dalam banyak cara, seperti:

1. Menjual aset utama .
2. Mengurangi belanja modal serta penelitian dan pengembangan.
3. Bernegosiasi dengan bank dan kreditor lainnya.
4. Menukar ekuitas dengan utang.
5. Mengajukan kebangkrutan.

Beberapa perusahaan mungkin benar-benar mendapat manfaat dari kesulitan keuangan dengan merestrukturisasi aset mereka. Contoh terbaru adalah General Motors (GM). Pada bulan Juni 2008, GM melaporkan kuartal kedua tertet income of *-\$5 million and lost money* dalam 2005 s/d 2007. Dalam kondisi ini perusahaan terus kehilangan pangsa pasar untuk kompetitor seperti Toyota, BMW, dan Honda. Harga sahamnya menurun dari \$50 pada akhir 2003 menjadi sekitar \$1 pada tahun 2009. GM berjuang untuk meningkatkan penjualan dan memotong biaya, berusaha menjual aset (misalnya, garis Hummer), menarik utang bank, dan mengatur pembiayaan jangka panjang. GM jelas merupakan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Perusahaan akhirnya mengajukan kebangkrutan pada tanggal 1 Juni 2009, dan akan muncul dari perlindungan kebangkrutan enam minggu kemudian, pada tanggal 10 Juli 2009. Tinggal dalam reorganisasi kebangkrutan meninggalkan perusahaan dengan biaya yang lebih rendah, beban utang yang lebih ringan, inisiatif strategis baru, dan empat merek otomotif, bukan delapan. Perusahaan menerima bantuan pemerintah yang substansial sebesar hampir \$50 miliar dalam bentuk uang talangan, yang memberi pemerintah AS dan Kanada sekitar 70 persen kepemilikan. Pada November 2010, Amerika Serikat pemerintah mulai menjual sahamnya di GM, dengan sisanya dijual pada tanggal 9 Desember 2013 saham GM diperdagangkan di New York Stock Exchange seharga \$ 36,67 pada tanggal 23 Juni 2014, jauh di atas level terendah \$1. Contoh GM menunjukkan bahwa untuk beberapa perusahaan, kesulitan keuangan dapat membawa bentuk organisasi baru dan strategi operasi baru. Namun, dalam bab ini kami fokus pada restrukturisasi keuangan.

Gambar 2.7, menunjukkan bagaimana perusahaan bergerak melalui kesulitan keuangan di Kanada. Namun perubahan proses kebangkrutan mendorong restrukturisasi, reorganisasi, dan swastanisasi.



Gambar 2.7. Menunjukkan Bagaimana Perusahaan Bergerak Mengalami Kesulitan Keuangan di Kanada.

Kesulitan keuangan dapat berfungsi sebagai sistem peringatan dini perusahaan untuk masalah. Perusahaan dengan lebih banyak utang akan mengalami kesulitan keuangan lebih awal daripada perusahaan dengan utang lebih sedikit. Namun, perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan sebelumnya akan memiliki lebih banyak waktu untuk latihan private dan reorganisasi. Perusahaan dengan leverage rendah akan mengalami kesulitan keuangan nanti dan, dalam banyak kasus, dipaksa untuk melikuidasi.

2.1.7.1.2. Likuidasi dan Reorganisasi Kebangkrutan

Perusahaan yang tidak dapat atau memilih untuk tidak melakukan pembayaran yang diperlukan secara kontrak kepada kreditor memiliki dua opsi dasar: likuidasi dan reorganisasi. Likuidasi berarti termination perusahaan sebagai kelangsungan hidup, dan melibatkan penjualan aset perusahaan. Hasilnya, setelah dikurangi biaya penjualan, didistribusikan kepada kreditor dalam urutan prioritas yang ditetapkan. Reorganisasi adalah pilihan untuk menjaga perusahaan tetap berjalan. Ini sering melibatkan penerbitan sekuritas baru untuk menggantikan yang lama. Likuidasi atau reorganisasi adalah hasil dari proses kebangkrutan. Yang terjadi tergantung pada apakah perusahaan bernilai lebih "mati" atau "hidup."

2.1.7.1.3. Likuidasi Kepailitan

Likuidasi terjadi ketika pengadilan mengarahkan penjualan semua aset perusahaan. Urutan peristiwa berikut adalah sebagai berikut :

1. Sebuah petisi diajukan di pengadilan federal. Korporasi dapat mengajukan petisi sukarela, atau petisi tidak sukarela dapat diajukan terhadap korporasi oleh kreditor.
2. Kreditor harus memberikan pemberitahuan 10 hari sebelum mengajukan petisi.
3. Seorang wali amanat dalam kebangkrutan dipilih oleh kreditor untuk mengambil alih aset perusahaan debitur. Wali amanat akan berusaha melikuidasi aset.
4. Ketika aset dilikuidasi, setelah pembayaran biaya administrasi kebangkrutan, hasilnya didistribusikan di antara kreditor, jika ada aset yang tersisa, setelah pengeluaran dan pembayaran kepada kreditor, mereka didistribusikan kepada pemegang saham.

Distribusi hasil likuidasi terjadi sesuai dengan prioritas berikut. (Semakin tinggi klaim dalam daftar ini, semakin besar kemungkinan untuk dibayar. Dalam banyak kategori ini, ada berbagai batasan dan kualifikasi yang kami hilangkan demi singkatnya. Biaya administrasi terkait dengan kebangkrutan :

1. Biaya lain yang timbul setelah pengajuan petisi kebangkrutan paksa tetapi sebelum penunjukan wali amanat.
2. Upah, gaji, dan komisi.
3. Klaim pajak kota .
4. Sewa.
5. Klaim akibat cedera karyawan yang tidak ditanggung oleh kompensasi pekerja.
6. Kreditor tanpa jaminan.
7. Pemegang saham preferen.
8. Pemegang saham biasa.

Tiga kualifikasi untuk daftar ini berurutan. Yang pertama menyangkut pengurangan sumber federal yang belum dibayar seperti pajak penghasilan dan premi asuransi kerja. Dana ini berada di luar jangkauan wali kebangkrutan dan harus dibayarkan kepada pemerintah sebelum pembayaran apa pun kepada penggugat dalam daftar kami.

Kualifikasi kedua menyangkut kreditor yang dijamin. Kreditor tersebut berhak atas hasil penjualan jaminan dan berada di luar pemesanan ini. Namun, jika properti yang dijamin dilikuidasi dan menyediakan uang tunai yang tidak mencukupi untuk menutupi jumlah yang terutang, kreditor yang dijamin bergabung dengan kreditor tanpa jaminan dalam membagi sisanya nilai yang dilikuidasi. Sebaliknya, jika properti yang dijamin dilikuidasi untuk hasil yang lebih besar dari

klaim yang dijamin, hasil bersih digunakan untuk membayar kreditor tanpa jaminan dan lainnya.

Kualifikasi ketiga adalah bahwa pada kenyataannya, pengadilan memiliki banyak kebebasan dalam memutuskan apa yang sebenarnya terjadi dan siapa yang benar-benar mendapatkan apa dalam hal *bankruptcy*.

2.1.7.1.4. Reorganisasi Kepailitan

Tujuan umum dari reorganisasi perusahaan adalah untuk merencanakan restrukturisasi korporasi dengan beberapa ketentuan untuk pembayaran kreditor. Ketentuan baru yang diperkenalkan pada Undang-Undang Kepailitan tahun 1992 dimaksudkan untuk memfasilitasi proses reorganisasi perusahaan. Berikut adalah urutan peristiwa yang khas:

1. Petisi sukarela dapat diajukan oleh korporasi, atau petisi tidak sukarela dapat diajukan oleh kreditor. Di bawah undang-undang baru, kreditor harus memberikan pemberitahuan 10 hari kepada perusahaan yang bangkrut sebelum mengajukan petisi.
2. Seorang hakim federal menyetujui atau menolak petisi tersebut. Jika petisi disetujui, waktu untuk mengajukan bukti klaim ditetapkan. Seorang debitur mengajukan pemberitahuan niat untuk membuat proposal (rencana reorganisasi), dan penundaan proses 30 hari dilakukan terhadap semua kreditor, 21 hari lagi ditambahkan sampai kreditor bertemu untuk memberikan suara pada proposal. Pengadilan dapat menambahkan maksimal lima bulan untuk masa tinggal.
3. Dalam hampir semua kasus, korporasi ("debitur yang memiliki") terus menjalankan bisnis. Sementara penundaan proses berlaku, undang-undang baru telah memasukkan beberapa perlindungan yang dimaksudkan untuk mencegah runtuhnya bisnis.
4. Korporasi diharuskan mengajukan proposal, yang merupakan rencana reorganisasi.
5. Kreditor dan pemegang saham dibagi menjadi beberapa kelas. Kelas kreditor menerima rencana tersebut jika mayoritas kelas (dalam dolar atau jumlah) setuju. Kreditor yang dijamin harus memberikan suara di hadapan kreditor tanpa jaminan. Debitur memutuskan kelas kreditor yang dijamin dan dapat memaksakan proposal pada kreditor yang tidak kooperatif.
6. Setelah diterima oleh kreditor, rencana tersebut dikonfirmasi oleh pengadilan.
7. Pembayaran tunai, properti, dan sekuritas dilakukan kepada kreditor dan pemegang saham. Rencana tersebut dapat menyediakan penerbitan sekuritas baru.

Undang-Undang Pengaturan Kreditor Perusahaan. CCA undang-undang

federal yang awalnya diberlakukan selama tahun 1930-an memungkinkan reorganisasi dan kelanjutan bisnis yang bangkrut. Beberapa perbedaan penting antara CCAA dan *Bankruptcy and Insolvency Act* adalah sebagai berikut:

1. Undang-Undang Kepailitan dan Kepailitan terutama dibatasi untuk berurusan dengan kreditor yang tidak disembuhkan, tetapi CCAA dapat berurusan dengan salah satu atau semua kreditor.
2. CCAA adalah undang-undang singkat yang diam pada kerangka kerja untuk melanjutkan dengan pengaturan (rencana reorganisasi). Oleh karena itu, serangkaian perintah pengadilan harus digunakan untuk mengembangkan kerangka kerja yang tepat.
3. Ketika sebuah perusahaan mengajukan permohonan perlindungan di bawah CCAA, tidak ada ketentuan bagi debitur untuk ditempatkan dalam kebangkrutan karena gagal melaksanakan persyaratan yang disepakati.

2.1.7.1.5. Perjanjian untuk Menghindari Kepailitan

Ketika sebuah perusahaan gagal memenuhi kewajiban, ia mungkin masih dapat menghindari kebangkrutan. Karena proses hukum kebangkrutan bisa panjang dan mahal, seringkali demi kepentingan terbaik semua orang untuk merancang latihan pribadi yang menghindari pengajuan kebangkrutan. Sebagian besar waktu, kreditor dapat bekerja dengan manajemen perusahaan yang telah gagal dalam kontrak pinjaman. Pengaturan sukarela untuk merestrukturisasi utang perusahaan dapat dan sering dibuat. Ini mungkin melibatkan perpanjangan, yang menunda tanggal pembayaran, atau komposisi, yang melibatkan pengurangan pembayaran.

2.1.7.1.6. Masalah Saat Ini Yang Dihadapi Dalam Kesulitan Keuangan

Pada bagian ini kita memeriksa dua taktik penting dalam kesulitan keuangan: latihan pribadi dan kebangkrutan yang dikemas. Diharapkan bahwa tanggapan terhadap kesulitan keuangan ini, yang lazim di Amerika Serikat, akan semakin penting di Kanada berdasarkan undang-undang saat ini. Untuk alasan ini, bagian ini menghubungkan pengalaman AS dengan hukum Kanada saat ini .

2.1.7.1.6.1. Penundaan

Kebangkrutan biasanya lebih baik bagi investor ekuitas daripada kreditor karena investor ekuitas biasanya dapat bertahan untuk kesepakatan yang lebih baik dalam kebangkrutan. Prioritas klaim, yang menguntungkan kreditor atas investor ekuitas, biasanya dilanggar dalam kebangkrutan formal. Satu studi menemukan bahwa dalam 81 persen kebangkrutan AS baru-baru ini, investor ekuitas memperoleh beberapa kompensasi.

2.1.7.1.6.2. Kompleksitas

Sebuah perusahaan dengan struktur modal yang rumit akan memiliki lebih banyak kesulitan menyusun latihan pribadi. Perusahaan dengan kreditor terjamin dan kreditor perdagangan biasanya akan menggunakan kebangkrutan formalkarena terlalu sulit untuk mencapai kesepakatan dengan berbagai jenis kreditor.

2.1.7.1.6.3. Kurangnya Informasi

Ada konflik kepentingan yang melekat antara investor ekuitas dan kreditor, dan konflik ditekankan ketika keduanya memiliki informasi yang tidak lengkap tentang keadaan keuangan Tekanan. Ketika sebuah perusahaan awalnya mengalami kekurangan arus kas, ia mungkin tidak tahu apakah kekurangan itu permanen atau sementara. Jika kekurangannya permanen, kreditor akan mendorong reorganisasi formal atau likuidasi. Namun, jika kekurangan arus kas bersifat sementara, reorganisasi formal atau likuidasi mungkin tidak diperlukan, dan investor ekuitas akan mengambil sudut pandang ini. Benturan kepentingan ini tidak dapat diselesaikan dengan mudah.

Dua poin terakhir ini sangat penting. Mereka menyarankan bahwa kesulitan keuangan akan lebih mahal jika kompleksitas tinggi dan informasi tidak lengkap. Kompleksitas dan kurangnya informasi membuat latihan murah lebih kecil kemungkinannya.

2.1.7.1.7. Kebangkrutan yang Dikemas Sebelumnya

Pada tanggal 19 Januari 2010, Morris Publishing, pemilik 13 surat kabar harian, mengajukan proteksi dari kreditornya berdasarkan kebangkrutan AS. Perusahaan ini adalah yang terbaru dari serangkaian surat kabar yang mencari perlindungan kebangkrutan di tengah penurunan iklan. Perusahaan berencana untuk menukar \$100 juta utang baru dengan \$278 juta dalam utang yang ada, jika disetujui oleh pengadilan. Kurang dari sebulan kemudian, perusahaan muncul dari perlindungan kebangkrutan. Ini mengejutkan banyak orang karena, secara tradisional, kebangkrutan adalah mahal dan seringkali membutuhkan waktu bertahun-tahun untuk muncul. Morris Publishing menghindari kebangkrutan yang panjang dengan mendapatkan dukungan yang luar biasa dari kreditornya sebelum tanggal pengajuan kebangkrutan.

Pengaturan reorganisasi alternatif ini disebut *prepackaged bank-ruptcy*. Kebangkrutan yang dikemas sebelumnya adalah kombinasi dari latihan pribadi dan *bank-ruptcy* hukum. Dalam kebangkrutan yang dikemas, perusahaan dan sebagian besar kreditornya setuju untuk reorganisasi swasta di luar kebangkrutan formal.

Setelah reorganisasi swasta disatukan, perusahaan mengajukan kebangkrutan formal.

Pengaturan kebangkrutan yang dikemas sebelumnya mengharuskan sebagian besar kreditor mencapai persetujuan secara pribadi. Kebangkrutan yang dikemas sebelumnya tampaknya tidak berhasil ketika ada banyak kreditor perdagangan yang enggan, seperti dalam kasus perusahaan perdagangan ritel.

Manfaat utama dari kebangkrutan yang dikemas sebelumnya adalah memaksa pemegang untuk menerima reorganisasi kebangkrutan. Jika sebagian besar kreditor perusahaan dapat menyetujui secara pribadi rencana reorganisasi, masalah penolakan dapat dihindari. Hal ini membuat rencana reorganisasi dalam kebangkrutan formal lebih mudah untuk disatukan.

Sebuah studi oleh McConnell, Lease, dan Tashjian melaporkan bahwa *bank-ruptcies AS* yang dikemas menawarkan banyak keuntungan dari kebangkrutan formal; Selain itu, mereka juga lebih efisien. Hasil mereka menunjukkan bahwa waktu yang dihabiskan dan biaya langsung untuk menyelesaikan kesulitan keuangan lebih sedikit dalam kebangkrutan yang dikemas daripada dalam kebangkrutan formal.

2.1.7.1.8. Prediksi *Financial Distress*

Berikut beberapa model yang banyak diterapkan untuk memprediksi kesulitan keuangan dan kesehatan keuangan antara lain:

1. Altman Z-score

Stephen A. Ross (Corporate finance, 2015 : 909). Banyak pemberi pinjaman potensial menggunakan model penilaian kredit untuk menilai kelayakan kredit calon peminjam. Ide umumnya adalah untuk menemukan faktor-faktor yang memungkinkan pemberi pinjaman untuk membedakan antara risiko kredit yang baik dan buruk. Untuk membuatnya lebih tepatnya, pemberi pinjaman ingin mengidentifikasi atribut peminjam yang dapat digunakan untuk menentukan default atau kebangkrutan.

Edward Altman telah mengembangkan model menggunakan rasio laporan keuangan dan analisis diskriminan multiple untuk memprediksi kebangkrutan bagi perusahaan manufaktur publik. Model yang dihasilkan adalah dari bentuk :

EBIT		Net Working Capital		Sales	
Total Assets	+1.2	Total Assets	+1.0	Total Assets	

+0.6	Market Value if Equity	+1.4	Accumulated Retained Earning
	Book Value of Debt		Total Assets

Model Z-score asli Altman mengharuskan perusahaan untuk memiliki ekuitas yang diperdagangkan secara publik dan menjadi produsen. Dia menggunakan model yang direvisi untuk membuatnya berlaku untuk perusahaan swasta dan non-produsen. Model yang dihasilkan adalah :

Z = 6.56	Net Working Capital	+3.26	Accumulated Retained Earning
	Total Assets		Total Assets
+ 1.05	EBIT	+ 6.72	Book Value of Equity
	Total Assets		Total Liabilities

Edward I. Altman, *Corporate Financial Distress and Bankruptcy* (New York: John Wiley & Sons, 1993).

$Z < 1.23$ indicates a bankruptcy prediction,

$1.23 \leq Z \leq 2.90$ indicates a grey area, and

$Z > 2.90$ indicates no bankruptcy

Skor Z kurang dari 2,675 menunjukkan bahwa perusahaan memiliki peluang 95 persen untuk bangkrut dalam waktu satu tahun. Namun, hasil Altman menunjukkan bahwa dalam praktiknya area antara 1,81 dan 2,99 harus dianggap sebagai area abu-abu. Dalam penggunaan aktual, bank-ruptcy diprediksi jika $Z \leq 1,81$ dan non-kebangkrutan jika $Z \geq 2,99$. Altman menunjukkan bahwa perusahaan bangkrut dan perusahaan yang tidak bangkrut memiliki profil keuangan yang sangat berbeda satu tahun sebelum kebangkrutan. Profil keuangan yang berbeda ini adalah intuisi utama di balik model Z-score.

Financial Statement Ratios One Year Before Bankruptcy : Manufacturing Firms							
				Average Ratios One Year Before Bankruptcy of			
				Bankrupt Firm	Non-Bankrupt		
Net Working Capital				-6.10%	41.40%		
Total Assets							
Accumulated Retained Earning				-62.60%	35.5%		
Total Assets							
EBIT				-31.8%	15.4%		
Market Value of Equity				40.10%	247.70%		
Total Liabilities							
SALES				150%	190%		

Source: Edward I. Altman, *Corporate Financial Distress and Bankruptcy* (New York: John Wiley & Sons, 1993), Table 3.1, p. 109.

2. Springate S-score

Model Springate dikembangkan pada tahun 1978 oleh Gorgon L.V. Springate. Dalam pembuatannya, Springate menggunakan metode yang sama dengan Altman (1968) yaitu *Multiple Discriminant Analysis* (MDA) dengan sampelnya berbeda.

Jika Altman menggunakan sampel perusahaan-perusahaan di Amerika, Springate menggunakan sampel perusahaan di Kanada. Melalui uji yang serupa dengan yang dilakukan Altman (1968) dari jumlah rasio awalnya yaitu 19 rasio, Springate memilih 4 (empat) rasio yang dipercaya bisa membedakan antara perusahaan yang mengalami *distress* dan yang tidak *distress*.

Model yang dihasilkan Springate (1978) dirumuskan sebagai berikut:

$$S = 1.03 A + 3.07 B + 0.66 C + 0.4 D$$

di mana:

A = *Working Capital/ Total Assets*

B = *Net Profit before Interest and Taxes/ Total Assets*

C = *Net Profit before Taxes/ Current Liabilities*

D = *Sales/ Total Assets*

Springate mengemukakan nilai *cut-off* yang berlaku untuk model ini adalah 0,862 dengan kriteria penilaian apabila:

- Nilai $S < 0,862$ menunjukkan bahwa perusahaan tersebut diprediksi mengalami *financial distress*.
- Nilai $0,862 < S < 1,062$ maka menunjukkan bahwa pihak manajemen harus hati-hati dalam mengelola aset-aset perusahaan agar tidak terjadi *financial distress* (daerah rawan).
- Nilai $S > 1,062$ maka menunjukkan perusahaan dalam kondisi keuangan yang sehat dan tidak mempunyai permasalahan dengan keuangan (tidak mengalami *financial distress*).

3. Ohlson O-score

Ohlson pada tahun 1980 menemukan 7 (tujuh) rasio keuangan yang mampu mengidentifikasi perusahaan yang pailit dengan menggunakan *regresi logistik*, di mana tingkat ketepatan yang mendekati hasil penelitian Altman. Ohlson (1980) dalam penelitiannya mengembangkan model logit (*multiple logistic regression*) untuk membangun model probabilitas kebangkrutan dalam memprediksi kebangkrutan. Ohlson berpendapat bahwa metode ini dapat menutupi kekurangan yang terdapat di metode MDA yang digunakan oleh Altman.

Model yang dihasilkan Ohlson (1980) dirumuskan sebagai berikut:

$$O = (-1,32) - 0,407X1 + 6,03X2 - 1,43X3 + 0,0757X4 - 2,37X5 - 1,83X6 + 0,285X7$$

di mana:

$$- 1,72X8 - 0,521X9$$

$X1 = \text{Log} (\text{Total Assets} / \text{GNP Price Level Index})$
 $X2 = \text{Total Liabilities} / \text{Total Assets}$

$X3 = \text{Working Capital} / \text{Total Assets}$

$X4 = \text{Current Liabilities} / \text{Current Assets}$

$X5 = 1$ jika total liabilities > total assets ; 0 jika sebaliknya
 $X6 = \text{Net Income} / \text{Total Assets}$

$X7 = \text{Cash Flow from operations} / \text{Total Liabilities}$

$X8 = 1$ jika laba bersih atau *Net income* negative ; 0 jika sebaliknya

$X9 = (NI_t - NI_{t-1}) / (NI_t + NI_{t-1})$ dimana NI_t adalah *Net Income* periode sekarang.

Ohlson menyatakan bahwa model ini memiliki *cut off point* optimal pada nilai 0,38. Ohlson memilih *cut off* ini karena dengan nilai ini, jumlah error dapat diminimalisasi. Maksud *cut off* ini adalah bahwa perusahaan yang memiliki *O - score* di atas 0,38 berarti perusahaan tersebut diprediksi bangkrut. Sebaliknya, jika *O - score* di bawah 0,38 maka perusahaan diprediksi tidak mengalami kebangkrutan.

4. Zmijewski X-score

Zmijewski (1984) mengkritik bahwa metode pengambilan sampel teknik *matchedpair sampling* cenderung memunculkan bias dalam hasil penelitian pendahulunya, sehingga ia menggunakan teknik random sampling dalam penelitiannya.

Zmijewski (1984) mensyaratkan Proporsi dari sampel dan populasi harus ditentukan diawal, sehingga didapat besaran frekuensi *financial distress* yang diperoleh dengan membagi jumlah sampel yang mengalami *financial distress* dengan jumlah sampel keseluruhan.

Model yang dihasilkan Zmijewski (1984) dirumuskan sebagai berikut:

$$X = -4.3 - 4.5 X1 + 5.7 X2 + 0.004 X3$$

di mana:

$X1 = \text{ROA} (\text{Net Income} / \text{Total Assets})$ $X2 = \text{Leverage} (\text{Total Debt} / \text{Total Assets})$

$X3 = \text{Liquidity} (\text{Current Assets} / \text{Current Liabilities})$

Zmijewski (1984) menyatakan bahwa perusahaan dianggap *financial distress* jika probabilitasnya lebih besar dari 0,5 dengan kata lain *X-score*- nya adalah 0. Maka dari itu, nilai *cut off* yang berlaku dalam model ini adalah 0. Hal ini berarti perusahaan yang nilai *X*-nya lebih besar dari atau sama dengan 0 diprediksi akan mengalami *financial distress* di masa depan. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki *X-score* lebih kecil dari 0 diprediksi tidak akan mengalami *financial distress*.

5. Grover G-score

Model Grover merupakan model yang diciptakan dengan melakukan penyesuaian dan penilaian ulang terhadap model Altman (Z-Score). Jeffrey

S. Grover (2001) menggunakan sampel sesuai dengan model Altman pada tahun 1968, dengan menambahkan 13 (tiga belas) rasio keuangan baru. Model yang dihasilkan Altman (1977) dirumuskan sebagai berikut:

$$\mathbf{G\text{-}Score = 1,650X1 + 3,404X2 - 0,016ROA + 0,057}$$

di mana:

$X1 = \text{Working Capital/Total Assets}$

$X2 = \text{Earnings Before Interest and Taxes/Total Assets}$

$ROA = \text{Net Income/Total Assets}$

Model Grover mengklasifikasikan perusahaan dengan skor $G \leq -0,02$ diprediksi akan mengalami kebangkrutan. Sedangkan $G \geq 0,01$ diprediksi sebagai perusahaan yang sehat atau tidak berpotensi mengalami kebangkrutan.

6. Salehi & Mousavi H-score

Model prediksi *financial distress* yang di perkenalkan oleh Salehi & Mousavi (2016) merupakan penelitian yang memodifikasi metode prediksi kebangkrutan yang sudah ada dan menyajikan metode prediksi *financial distress* baru yang diterima di Bursa Efek Teheran (TES) di Iran.

Kelemahan dari model ini waktu yang di gunakan dalam penelitian relatif singkat. Modifikasi rasio keuangan ini menggunakan 8 (delapan) rasio keuangan yang tepat sebagai dasar dalam memprediksi kebangkrutan.

Model yang dihasilkan Salehi & Mousavi (2016) dirumuskan sebagai berikut:

$$\mathbf{H = -4.95 + 1.21 X2 + 0.59 X3 - 0.42 X5 + 1.02 X7 + 1.24 X8}$$

di mana:

$X2 = \text{Current Capital to Total Assets}$

$X3 = \text{Accumulate Profit to Total Assets}$

$X5 = \text{Shareholder's Emoluments to Total Assets}$

$X7 = \text{Operational Payments to Total Assets}$

$X8 = \text{if the Profit 2 years ago is negative} = 1 \text{ other wise zero } (0).$

Dalam model ini perusahaan yang mempunyai skor $Z > 2,6$ diklasifikasikan sebagai perusahaan sehat, sedangkan perusahaan yang mempunyai skor $Z < 1,1$ diklasifikasikan sebagai perusahaan potensial bangkrut. Selanjutnya skor Z antara 1,1 hingga 2,6 diklasifikasikan sebagai perusahaan rawan dan *grey area*.

7. CAMEL Ratio

Merupakan rasio keuangan yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan perbankan. Penilaian kinerja ini menggunakan lima aspek penilaian yaitu: *Capital, Assets, Management, Earnings* dan *Liquidity*, yang disingkat menjadi *CAMEL*.

Model yang dihasilkan Altman (1977) dirumuskan sebagai berikut:

$$Z_i = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + X_5$$

di mana:

$$X_1 = (\text{Current Assets} - \text{Current Liability}) / \text{Total Assets} \quad X_2 = (\text{Retained Earnings} / \text{Total Assets})$$

$$X_3 = (\text{EBIT} / \text{Total Assets})$$

$$X_4 = \text{Market Value of Equity} / \text{Book Value of Liability} \quad X_5 = \text{Sales Income} / \text{Total Assets}$$

Dalam model tersebut perusahaan yang mempunyai skor $Z > 2,6$ diklasifikasikan sebagai perusahaan sehat, sedangkan perusahaan yang mempunyai skor $Z < 1,1$ diklasifikasikan sebagai perusahaan potensial bangkrut. Selanjutnya skor Z antara 1,1 hingga 2,6 diklasifikasikan sebagai perusahaan rawan dan *grey area*.

Selanjutnya Altman Z-Score dalam Mastuti, F. et al. (2012) menggunakan metode prediksi kebangkrutan yang dikenal dengan metode Altman Z-Score yang telah dilengkapi titik cut off untuk menentukan klasifikasi kebangkrutan. Altman menggunakan lima rasio keuangan yang diperuntukkan bagi perusahaan go public yaitu Modal Kerja terhadap Total Aktiva, Laba Ditahan terhadap Total Aktiva, EBIT terhadap Total Aktiva, Nilai Pasar Ekuitas terhadap Total Hutang, dan Penjualan terhadap Total Aktiva. Financial distress yang diukur berdasarkan nilai Z-Score dari Altman (1983 dan pengembangannya tahun 1984) Altman Model tahun 1983 menggunakan dasar perhitungan nilai Z-score: $Z_i = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,0 X_5$ Dimana: X_1 : (Aktiva lancar – utang lancar) atau Total Aset, X_2 : Laba yang ditahan atau Total Aset, X_3 : Laba sebelum bunga dan pajak atau Total Aset, X_4 : Nilai pasar saham biasa dan preferen/Nilai buku total utang, X_5 : Penjualan atau Total Aset.

2.1.8. Firm Value

2.1.8.1. Definisi Firm Value

Firm Value merupakan hal yang sangat diperhatikan oleh investor, karena *Firm Value* merupakan persepsi investor terhadap keberhasilan suatu perusahaan. Selain itu, *Firm Value* juga merupakan cerminan kemakmuran pemegang saham atau investor melalui harga saham perusahaan. Kenaikan harga saham menunjukkan kepercayaan investor terhadap perusahaan. Mereka rela membayar lebih untuk

mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi. Harga saham yang tinggi dapat memberikan sinyal yang baik untuk menarik minat investor dalam mengambil keputusan investasi (Ifada et al., 2019). Dengan kata lain, nilai perusahaan merupakan ukuran kinerja manajer keuangan.

Dari perspektif yang luas, Suad (2015) mendefinisikan bahwa *Firm Value* merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli jika perusahaan tersebut dijual. Sedangkan dari perspektif pasar modal, Keown (2010) menjelaskan bahwa *Firm Value* menggambarkan nilai pasar dari surat utang yang beredar dan ekuitas perusahaan. Jadi dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan adalah nilai pasar dari seluruh komponen keuangan perusahaan yang bersedia dibayar oleh calon pembeli jika perusahaan tersebut dijual yang tercermin dari harga sahamnya.

2.1.8.2. Pengukuran *Firm Value*

Beberapa rasio pengukuran *Firm Value* yang umum digunakan oleh investor antara lain:

2.1.8.2.1. *Price Book Value (PBV)*

Salah satu cara untuk mengukur *Firm Value* melalui harga saham adalah dengan menggunakan rasio PBV yang merupakan rasio harga pasar per saham perusahaan (*market value*) terhadap nilai buku ekuitasnya (*book value*), di mana nilai buku ekuitas merupakan nilai aset perusahaan yang dinyatakan dalam neraca. Rasio PBV memberikan acuan realitas yang berharga bagi investor yang mencari pertumbuhan nilai saham dengan harga yang wajar. Semakin tinggi rasio PBV menyebabkan nilai perusahaan semakin tinggi. Darmadji & Fakhrudin (2011:156-157) menyatakan bahwa PBV mampu menggambarkan seberapa besar pasar mengapresiasi nilai buku saham suatu perusahaan.

Dari definisi di atas dapat disimpulkan bahwa PBV menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang ditanamkan. Jika nilai buku suatu perusahaan meningkat, maka nilai perusahaan yang ditunjukkan oleh harga saham juga akan meningkat, sehingga dapat dilihat apakah tingkat harga saham *overvalued* atau *undervalued*. Semakin rendah nilai PBV suatu saham, maka saham tersebut dikategorikan *undervalued*, yang sangat baik untuk investasi jangka panjang. Namun, nilai PBV yang rendah juga dapat mengindikasikan penurunan kualitas dan kinerja *fundamental emiten*. Oleh karena itu, nilai PBV juga harus dibandingkan dengan PBV emiten lain dalam industri yang sama.

Jika selisihnya terlalu jauh, sebaiknya dianalisis lebih lanjut (Hery, 2016:145). Formula untuk menghitung PBV adalah sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Market Value per}}{\text{Book Value per}}$$

2.1.8.2.2. Price Earning Ratio (PER)

Menurut Brigham & Houston (2010:150), PER adalah rasio harga per saham terhadap laba per saham, yang menunjukkan jumlah moneter dari per lembar saham yang akan didapat investor dari laba yang dilaporkan. Menurut Fahmi (2015:87), PER adalah perbandingan antara harga pasar per saham (*Market Price per Share*) dan laba per saham (*Earning Per Share*) terhadap peningkatan pertumbuhan laba yang diharapkan juga meningkat.

PER menjadi pengukuran yang paling sering digunakan investor untuk menganalisis apakah investasi yang akan dilakukan bakal menguntungkan atau merugikan. PER bermanfaat untuk melihat bagaimana pasar mengapresiasi kinerja saham suatu perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang tercermin dari pendapatan atas per lembar saham (*earning per share*).

Formula untuk mengukur PER adalah sebagai berikut:

$$PER = \frac{\text{Market Value per Share}}{\text{Earning per Share}}$$

2.1.8.2.3. Tobin's Q

2.1.8.2.3.1. Nilai Pasar, Nilai Buku, dan Nilai Penggantian

Total nilai buku ekuitas umum untuk Enbridge Inc. pada tahun 2013 adalah \$8.355.000.000. Perusahaan memiliki 806.000.000 saham biasa yang beredar, Stephen A. Ross (*Corporate finance*, 2015 : 450).

Nilai buku per saham adalah demikian:

Total Ekuitas Pemegang Saham Biasa =	\$8.355.000.000	
Saham Beredar	806.000.000	= \$10,37

Enbridge Inc. adalah perusahaan publik. Saham biasa dan perdagangan saham preferen di *Toronto Stock Exchange* (TSX); saham biasa juga diperdagangkan di *New York Stock Exchange* (NYSE). Ribuan saham berpindah tangan setiap hari. Harga pasar saham biasa Enbridge adalah antara \$41,87 dan \$48,65 per saham selama 2013. Dengan demikian, harga pasar berada di atas nilai buku.

Selain nilai pasar dan buku, Anda mungkin mendengar istilah nilai

penggantian. Ini mengacu pada biaya penggantian aset perusahaan saat ini. Nilai pasar, buku, dan penggantian sama pada saat perusahaan membeli aset. Setelah waktu itu, nilai-nilai ini akan menyimpang. Rasio nilai pasar terhadap buku saham biasa, yang diperkenalkan dalam Lampiran 2A, dan Tobin's Q (nilai pasar aset/nilai penggantian aset) adalah indikator keberhasilan perusahaan. Nilai pasar-ke-buku atau rasio Q Tobin lebih besar dari 1 menunjukkan perusahaan telah melakukan keputusan investasinya dengan baik .

2.1.8.2.3.2. Hak Pemegang Saham

Pemegang saham memilih direktur yang, pada gilirannya, mempekerjakan manajemen untuk melaksanakan tugas mereka. Pemegang saham, oleh karena itu, mengendalikan korporasi melalui hak untuk memilih direktur; Umumnya hanya pemegang saham yang memiliki hak ini.

Direksi dipilih pada rapat pemegang saham tahunan dengan suara dari orang-orang yang memegang mayoritas saham yang hadir dan berhak untuk memilih. Mekanisme yang tepat untuk memilih direktur berbeda di seluruh perusahaan. Dua metode yang paling penting adalah pemungutan suara kumulatif dan pemungutan suara langsung.

Undang-Undang Pendirian Bisnis Kanada Bagian 24 (3) menguraikan hak-hak pemegang saham di perusahaan yang hanya memiliki satu kelas saham. Seperti yang akan segera Anda pelajari, hak-hak ini, khususnya hak suara, dapat dimodifikasi dalam struktur saham ganda atau multikelas melalui spesifikasi eksplisit dalam anggaran dasar. Untuk saat ini, kami fokus pada satu kelas saham yang memiliki hak-hak berikut selain hak untuk memilih direktur:

1. Hak untuk berbagi secara proporsional dalam dividen yang dibayarkan.
2. Hak untuk berbagi secara proporsional dalam aset yang tersisa setelah kewajiban dibayar dalam likuidasi.
3. Hak untuk memberikan suara pada hal-hal yang sangat penting bagi pemegang saham, seperti merger, biasanya diputuskan pada pertemuantahunan atau pertemuan khusus.
4. Hak untuk berbagi secara proporsional dalam setiap saham baru yang dijual ketika disetujui oleh dewan direksi. Disebut hak *pre-emptive*.

Efek dari pemungutan suara kumulatif adalah untuk mengizinkan partisipasi minoritas. Jika pemungutan suara kumulatif diizinkan, jumlah total suara yang dapat diberikan oleh setiap pemegang saham ditentukan terlebih dahulu. Angka itu biasanya dihitung sebagai jumlah saham (dimiliki atau dikendalikan) dikalikan dengan jumlah direktur yang akan dipilih. Setiap pemegang saham dapat mendistribusikan suara ini sesuai keinginannya atas satu atau lebih kandidat.

Secara umum, jika ada N direktur untuk pemilihan, maka $1 / (N + 1)$ persen dari saham (ditambah satu saham) akan menjamin Anda kursi. Dalam contoh kita saat ini, ini adalah $1 / (4 + 1) = 20\%$. Dengan pemungutan suara kumulatif, semakin banyak kursi yang siap untuk pemilihan pada satu waktu, semakin mudah untuk memenangkan satu.

Jika pemungutan suara langsung diizinkan, MacDonald dapat memberikan 25 suara untuk setiap kandidat dan Laurier dapat memberikan 75 suara untuk masing-masing. Sebagai konsekuensinya, Laurier akan memilih semua kandidat.

Pemungutan suara langsung dapat membekukan pemegang saham minoritas; Itulah alasan untuk pemungutan suara kumulatif. Tetapi perangkat telah dikerjakan untuk meminimalkan dampaknya. Salah satu perangkat tersebut adalah untuk *mengejutkan* pemungutan suara untuk dewan direksi. Mengejutkan memungkinkan sebagian kecil dari jabatan direktur untuk datang ke pemungutan suara pada waktu tertentu. Ini memiliki dua efek dasar:

1. Mengejutkan membuat lebih sulit bagi minoritas untuk memilih direktur ketika ada pemungutan suara kumulatif.
2. Mengejutkan membuat upaya pengambilalihan yang sukses lebih kecil kemungkinannya dengan membuat pemilihan direktur baru lebih sulit.

Proxy Voting adalah pemberian wewenang secara sah oleh pemegang saham kepada orang lain untuk memilih sahamnya. Untuk kenyamanan, pemungutan suara yang sebenarnya di perusahaan publik besar biasanya dilakukan oleh proxy.

Banyak perusahaan, seperti BCE Inc., memiliki ratusan ribu pemegang saham. Pemegang saham dapat datang ke rapat tahunan dan memberikan suara secara langsung, atau mereka dapat mengalihkan hak mereka untuk memilih ke pihak lain melalui proxy.

Jelas, manajemen selalu berusaha untuk mendapatkan sebanyak mungkin proxy yang ditransfer ke sana. Namun, jika pemegang saham tidak puas dengan posisi manajemen pada masalah tertentu atau dengan tata kelola perusahaan perusahaan, kelompok pemegang saham luar dapat mencoba untuk mendapatkan suara sebanyak mungkin melalui proxy. Mereka dapat memilih untuk mengarahkan tindakan manajemen atau lebih drastis untuk mengganti manajemen atau mengubah tata kelola perusahaan. Di bawah payung Koalisi Kanada untuk Tata Kelola yang Baik, dana pensiun besar, seperti Dewan Pensiun Guru Ontario dan British Columbia Investment Management Corporation, telah mengembangkan pedoman pemungutan suara *proxy* terperinci.

Rasio Tobin's Q merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan dalam penelitian ini. Rasio ini dinilai dapat memberikan informasi

paling baik, karena dalam Tobin's Q memasukan semua unsur utang dan modal saham perusahaan. Tidak hanya saham biasa dan ekuitas perusahaan saja yang dimasukan, namun seluruh *asset* perusahaan. Dengan memasukan seluruh *asset* perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investor saja, tapi juga untuk kreditor. Hal ini terjadi karena sumber pembiayaan operasional perusahaan berasal dari ekuitas dan pinjaman dari kreditor (Rika, 2010).

Formula untuk menghitung Tobin's Q adalah sebagai berikut:

$$Q = \frac{EMV + Debt}{EBV + Debt}$$

2.1.9. Good Corporate Governance (GCG)

2.1.9.1. Definisi *Good Corporate Governance* (GCG)

Isu *good corporate governance* merupakan salah satu istilah yang populer pada dekade ini. Tak hanya populer, istilah tersebut juga ditempatkan pada posisi terhormat. Pertama, *good corporate governance* merupakan salah satu kunci sukses perusahaan untuk tumbuh dan menguntungkan dalam jangka panjang, sekaligus memenangkan persaingan bisnis global. Kedua, krisis ekonomi di kawasan Asia dan Amerika Latin yang diyakini muncul karena kegagalan penerapan *good corporate governance* (Daniri dan Simatupang., 2009).

Perhatian terhadap *corporate governance* terutama juga dipicu oleh skandal spektakuler seperti, Enron, Worldcom, Tyco, London dan Commonwealth, Poly Peck, Maxwell, dan lain-lain. Keruntuhan perusahaan-perusahaan publik tersebut dikarenakan oleh kegagalan strategi maupun praktek curang dari manajemen puncak yang berlangsung tanpa terdeteksi dalam waktu yang cukup lama karena lemahnya pengawasan yang *independent* oleh *corporate boards*.

Secara khusus di Asia, adanya krisis finansial di berbagai negara di tahun 1997-1998 yang diawali krisis di Thailand (1997), Jepang, Korea, Indonesia, Malaysia, Hongkong dan Singapura yang akhirnya berubah menjadi krisis finansial Asia dipandang sebagai akibat lemahnya praktik *good corporate governance* di negara-negara Asia (Arifin, 2005). Lemahnya praktik *good corporate governance* pada negara-negara di Asia ini disebabkan oleh adanya kondisi-kondisi obyektif yang relatif sarna di negara-negara tersebut, antara lain adanya hubungan yang erat antara pemerintah dan pelaku bisnis, konglomerasi dan monopoli, proteksi, dan intervensi pasar sehingga membuat negara-negara tersebut tidak siap memasuki era globalisasi dan pasar bebas (Tjager, dkk. 2003).

Good corporate governance secara definitif merupakan sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan yang menciptakan nilai tambah (*value added*) untuk semua *stakeholder* (Sulistiyanto dan Wibisono, 2008). Ada dua hal

yang ditekankan dalam konsep ini, pertama, pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar dan tepat pada waktunya. Kedua, kewajiban perusahaan untuk melakukan pengungkapan (*disclosure*) secara akurat, tepat waktu, transparan terhadap semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan, dan *stakeholder*. Kegagalan beberapa perusahaan dan timbulnya kasus malpraktik keuangan akibat krisis tersebut merupakan dampak buruknya penerapan praktik *corporate governance*. *Good corporate governance* akhirnya menjadi isu penting, terutama di Indonesia yang merasakan paling parah akibat krisis tersebut. Banyaknya kasus pelanggaran yang dilakukan oleh perusahaan emiten di pasar modal yang ditangani Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) menunjukkan rendahnya mutu praktik *good corporate governance* di Indonesia.

Misalnya pada tahun 2001 adanya dugaan *insider trading* atas saham PT Bank Central Asia (BCA) yang diduga hal ini berhubungan dengan adanya pihak manajemen yang mengetahui serta memanfaatkan momentum penjualan saham kepada investor strategis untuk memperoleh keuntungan dengan memanipulasi informasi (Arifin, 2005).

Praktik perdagangan dengan menggunakan hak akses informasi oleh orang dalam (*inside information*) ini merupakan bentuk pelanggaran terhadap salah satu prinsip *good corporate governance*, yaitu kewajiban (*fairness*).

Ataupun terungkapnya kasus *mark-up* laporan keuangan PT. Kimia Farma yang *overstated*, yaitu ada nya penggelembungan laba bersih tahunan senilai Rp 2,668 miliar (karena laporan keuangan yang seharusnya Rp 99,594 miliar ditulis Rp 132 miliar), sehingga terjadi pelanggaran terhadap prinsip pengungkapan yang akurat (*accurate disclosure*) dan transparansi (*transparency*) yang akibatnya sangat merugikan para investor, karena laba yang *overstated* ini telah dijadikan dasar transaksi oleh para investor untuk berbisnis (Arifin, 2005).

Kasus ini memperlihatkan bagaimana lemahnya sistem *good corporate governance* yang mengakibatkan kualitas laporan keuangan perusahaan menjadi buruk.

Surat Keputusan Menteri BUMN No. Kep-117/M-MBU/2002 tanggal 1 Agustus 2002 tentang Penerapan Praktek *Good Corporate Governance* pada Badan Usaha Milik Negara, dan telah disempurnakan dengan Peraturan Menteri Negara BUMN Nomor: PER-01/MBU/2011 tentang Penerapan Tata Kelola Perusahaan Yang Baik (*Good Corporate Governance*) Pada Badan Usaha Milik Negara menekankan kewajiban bagi BUMN untuk menerapkan GCG secara konsisten dan atau menjadikan prinsip-prinsip GCG sebagai landasan operasionalnya, yang pada dasarnya bertujuan untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam

jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* lainnya, dan berlandaskan peraturan perundang-undangan dan nilai-nilai etika.

Secara umum istilah *good corporate governance* merupakan sistem pengendalian dan pengaturan perusahaan yang dapat dilihat dari mekanisme hubungan antara berbagai pihak yang mengurus perusahaan (*hard definition*), maupun ditinjau dari "nilai-nilai" yang terkandung dari mekanisme pengelolaan itu sendiri (*soft definition*). Tim GCG BPKP mendefinisikan GCG dari segi *soft definition* yang mudah dicerna, sekalipun orang awam, yaitu: Komitmen, Aturan Main, serta Praktik Penyelenggaraan Bisnis Secara Sehat dan beretika.

Sebagai bagian dari peningkatan *governance* di lingkungan Pemerintah Indonesia serta dorongan dari beberapa lembaga internasional seperti *International Monetary Fund* (IMF), Bank Dunia, *Asian Development Bank* (ADB), dan *Overseas Economic Coordination Fund* (OECF), BPKP ikut mengerahkan sumber dayanya untuk mendorong penerapan *good corporate governance* di lingkungan BUMN/D. Dilingkungan BUMN, upaya ini juga dilakukan dalam rangka merespon surat Menteri Keuangan No. 359/MK.05/2001 tanggal 21 Juni 2001 seperti disebutkan di atas. Selanjutnya, dengan dialihkannya Kedudukan, Tugas dan Kewenangan Menteri Keuangan kepada Menteri BUMN tersebut, saat ini sedang dilakukan tindak lanjut kerjasama dengan Kantor Kementerian BUMN.

Demikian pula halnya dengan *good corporate governance* di bidang Badan Usaha Milik Daerah (BUMD), BPKP telah melakukan interaksi dengan Menteri Dalam Negeri dan Otonomi Daerah (Otda) cq. Dirjen Otda. Upaya yang dilakukan oleh Tim GCG BPKP berupa menyusun kajian dan bahan untuk sosialisasi GCG di BUMN/D. Strategi yang dilakukan adalah melakukan kerjasama dengan Kantor Kementerian BUMN untuk melakukan Sosialisasi, Lokakarya dan Asistensi Implementasi GCG.

Dalam rangka mengukur tingkat penerapan GCG pada BUMN pertama kalinya, Menteri BUMN meminta bantuan BPKP untuk melakukan pengukuran dan pengujian penerapan GCG (Assessment) pada 16 BUMN, pengujian dan pengukuran GCG di 16 BUMN yang telah dilakukan oleh BPKP merupakan momentum yang sangat strategis bagi dalam mengukur dan menguji penerapan GCG pada BUMN dan mendorong penerapannya. Setelah pengujian 16 BUMN tersebut pengukuran dan pengujian penerapan GCG berlanjut pada BUMN- BUMN lainnya, seperti BUMN sektor jasa keuangan, jasa konstruksi, perdagangan, sektor perkebunan, perhubungan dan lain-lain.

OECD (1998) mendefinisikan *Good Corporate Governance* suatu sistem di mana perusahaan bisnis diarahkan dan dikendalikan. Struktur tata kelola perusahaan menentukan di antara peserta yang berbeda dalam perusahaan, seperti dewan

komisaris, manajer, pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya, dan merinci aturan dan prosedur dan untuk membuat keputusan tentang urusan perusahaan. Dengan melakukan ini, ia juga menyediakan struktur melalui mana tujuan perusahaan ditetapkan, dan sarana untuk mencapai tujuan tersebut serta memantau kinerja.

Bank Dunia (World Bank) mendefinisikan GCG sebagai kumpulan hukum, peraturan dan kaidah-kaidah yang wajib dipenuhi, yang dapat mendorong kinerja sumber-sumber keseluruhan (Effendi, 2009). Arti terciptanya pasar yang efisien, transparan dan konsisten dengan peraturan perundang-undangan yang berlandaskan padabeberapa kontribusi Perusahaan.

2.1.9.2. Prinsip-Prinsip Good Corporate Governance

2.1.9.2.1. *Transparency* (Transparansi)

Prinsip *transparency* dapat dicapai dengan meningkatkan kualitas pengungkapan atas informasi kinerja perusahaan yang akurat dan tepat waktu. Memahami proses dan landasan yang digunakan dalam pengambilan keputusan atau dalam pengelolaan perusahaan. Langkah-langkah yang dapat ditempuh untuk menerapkan prinsip tersebut antara lain sebagai berikut:

1. Mengembangkan sistem akuntansi berdasarkan pada Accounting Standard (standar akuntansi) dan Best Practices untuk memastikan kualitas laporan keuangan dan pengungkapannya.
2. Mengembangkan IT dan MIS untuk memastikan pengukur kinerja yang sesuai dan proses pengambilan keputusan yang efektif oleh direksi dan manajemen.
3. Mengembangkan Enterprise Wide Risk Management untuk memastikan bahwa seluruh resiko yang signifikan telah diidentifikasi, terukur, dan dapat dikelola pada tingkat yang telah ditentukan.
4. Mengumumkan kepada publik untuk lowongan pekerjaan.

2.1.9.2.2. *Accountability* (Akuntabilitas)

Prinsip akuntabilitas berkaitan dengan pertanggungjawaban Dewan Komisaris atau Direksi atas keputusan dan hasil yang dicapai sesuai dengan wewenang yang dilimpahkan dalam pelaksanaan tanggungjawab mengelola perusahaan. Penerapan prinsip akuntabilitas dapat direalisasikan antara lain melalui cara-cara berikut:

1. Penyiapan laporan keuangan dilakukan secara tepat waktu dan benar. Menyusun Komite Audit dan Komite Risiko untuk meningkatkan fungsi pengawasan oleh Dewan Direksi.

2. Menyusun dan mendefinisikan tugas dan fungsi internal audit sebagai rekan bisnis strategis berdasarkan pada best practices sehingga internal audit tidak hanya melakukan compliance audit namun juga menggunakan pendekatan *risk based* audit.
3. Memelihara pengelolaan kontrak-kontrak secara bertanggungjawab dan menyelesaikan permasalahan yang timbul.
4. Menegakkan hukum dengan cara menyusun sistem penghargaan dan penghukuman (reward and punishment system).
5. Menggunakan Auditor Eksternal yang berkualitas dan profesional.

2.1.9.2.3. Responsibility (Tanggung Jawab)

Prinsip responsibility merupakan konsekuensi dari wewenang yang dimiliki oleh seseorang. Penerapan prinsip akuntabilitas dapat direalisasikan antara lain melalui hal berikut:

1. Penyadaran atas adanya responsibility kepada masyarakat atau pihak yang terkait dengan perusahaan, baik secara langsung maupun tidak.
2. Menghindari pemanfaatan/penyalahgunaan kekuasaan.
3. Bersikap profesional dan memiliki etika.

2.1.9.2.4. Independence (Kemandirian)

Kemandirian/independensi memiliki arti bahwa dalam menjalankan tugas dan kewenangannya mengelola perusahaan, para pemegang saham, Dewan Komisaris, dan Direksi sepenuhnya terlepas dari berbagai pengaruh/tekanan pihak lain yang dapat merugikan, mengganggu dan mengurangi obyektivitas pengambilan keputusan atau menurunkan efektivitas pengelolaan kinerja perusahaan.

2.1.9.2.5. Fairness (adil).

Prinsip fairness berkaitan dengan perlakuan yang sama terhadap stakeholders. Penerapan prinsip ini dapat dilakukan antara lain dengan cara:

1. Menerbitkan corporate rules untuk melindungi pemegang saham minoritas.
2. Menerbitkan corporate conduct dan compliance policies untuk mencegah terjadinya kecurangan, berbuat untuk kepentingan pribadi dan conflict of interest.
3. Menyusun tugas dan kewajiban direksi, dewan komisaris, manajemen dan komite-komite termasuk di dalamnya sistem audit.
4. Melakukan pengungkapan atas semua informasi material atau pengungkap

pan penuh (full disclosure) atas seluruh informasi yang mempengaruhi keberlanjutan perusahaan, misalnya hal-hal yang berkenaan dengan kinerja operasional, keuangan dan risiko usaha perusahaan.

Memperkenalkan kesempatan kerja yang sama pada semua calon pegawai maupun pegawai tetap yang telah bekerja untuk perusahaan.

2.1.9.3. Pengukuran Good Corporate Governance

2.1.9.3.1. Corporate Governance Perception Index (CGPI)

Pengukuran GCG biasanya dilakukan secara self-assesment atau penilaian yang dilakukan oleh perusahaan terkait dengan menggunakan kerangka yang sudah disediakan oleh pihak eksternal yang secara profesional fokus bergelut di bidang GCG.

Di Indonesia pengukuran GCG umumnya melalui *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) yang dikembangkan oleh *Indonesian Institute of Corporate Governance* (IIGC). CGPI merupakan penilaian penerapan corporate governance perusahaan yang berdasarkan pada 7 (tujuh) dimensi GCG yaitu : komitmen terhadap tata kelola perusahaan, tata kelola dewan komisaris, komite-komite fungsional, dewan direksi, perlakuan terhadap pemegang saham, perlakuan terhadap stakeholder lain dan transparansi, integritas dan independensi.

2.1.9.3.2. Institutional Ownership (Kepemilikan Institusi)

Institutional Ownership (MO) adalah jumlah saham perusahaan yang tersedia yang dimiliki oleh reksadana atau dana pensiun, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, yayasan swasta, wakaf atau entitas besar lainnya yang mengelola dana atas nama orang lain.

Ketika institusi mewakili mayoritas kepemilikan dalam sekuritas tertentu, mungkin ada sejumlah masalah yang muncul. Dengan sumber daya yang tersedia untuk institusi, hampir semua saham yang beredar dari sekuritas dapat diperoleh dan dikendalikan oleh entitas ini, termasuk saham pinjaman yang digunakan penjual pendek untuk bertaruh melawan saham. Konsentrasi kepemilikan seperti itu dapat menyebabkan kepemilikan puncak di mana hanya ada sedikit ruang bagi investor ritel baru atau aktivitas perdagangan yang signifikan.

Lebih jauh lagi, kepemilikan puncak dapat berarti tidak akan ada lagi investasi signifikan oleh institusi ke dalam sekuritas, yang dapat menyebabkan berkurangnya potensi kenaikan saham. Mungkin ada diskusi tentang nilai sekuritas berdasarkan operasi perusahaan terkait. Dengan porsi yang signifikan dari saham terkunci dalam kepemilikan institusional, mungkin ada sedikit kesempatan untuk investasi lebih lanjut.

2.1.9.3.3. Managerial Ownership (Kepemilikan Manajerial)

Managerial Ownership (MO) adalah suatu kondisi di mana sebagian atau seluruh pengelola operasional perusahaan di level tertinggi (*top management*) memiliki bagian dalam struktur modal perusahaan sehingga mereka memiliki peran ganda sebagai pengelola sekaligus sebagai pemegang saham di perusahaan. Sujoko & Soebiantoro (2007) menyatakan bahwa *Top Managers* ini dapat mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerjanya, karena mereka ikut memiliki perusahaan, mendapatkan pembagian laba dan ikut menanggung segala risiko akibat pengambilan keputusan yang kurang tepat.

Besarnya jumlah saham manajerial mempengaruhi kinerja manajemen dalam mengoptimalkan sumber daya perusahaan dalam rangka pencapaian tujuan *shareholder* dan perusahaan sehingga kinerja keuangan dan nilai perusahaan meningkat. Dalam laporan keuangan, MO dipresentasikan oleh besarnya persentase kepemilikan oleh manajer.

2.2. Penelitian Terdahulu

2.1.1. Pengaruh antara Variabel Ekonomi makro terhadap *Financial Distress*

Inflasi sebagai faktor eksternal dan menjadi salah satu bagian dari indikator ekonomi makro yang dapat memengaruhi kegiatan usaha perusahaan. inflasi adalah kondisi di mana meningkatnya harga-harga barang secara umum dan terus menerus, serta dapat memengaruhi kesejahteraan penduduk di suatu negara. Dalam teori Keynesian, apabila dalam suatu perekonomian permintaan agregat masyarakat melebihi penawaran agregat, maka akan terjadi situasi kekurangan produksi dan akan menyebabkan barang dan jasa mengalami kenaikan. Tingginya inflasi juga akan menghambat kegiatan produksi perusahaan akibat berkurangnya permintaan barang oleh masyarakat serta akan meningkatkan beban perusahaan. Kondisi ini tentu akan menyebabkan penjualan perusahaan dan kinerja keuangan mengalami penurunan. Jika penurunan penjualan terjadi secara terus menerus dan dalam kurun waktu yang lama, maka berdampak pada menurunnya keuntungan perusahaan dan perusahaan tidak mampu untuk menutupi kerugiannya. Sehingga kemungkinan perusahaan mengalami terjadinya *financial distress* semakin besar inflasi menyebabkan produk yang dihasilkan perusahaan menjadi tidak laku sehingga menurunkan pendapatan dan laba perusahaan yang berujung pada terjadinya kesulitan keuangan. Hasil tersebut sejalan dengan Muijen et al (2022) dan Tyaga & Kristanti (2020) menunjukkan bahwasannya inflasi berpengaruh positif terhadap *financial distress* atau bisa diartikan tingkat inflasi yang semakin tinggi akan menyebabkan semakin tinggi pula kemungkinan terjadinya *financial distress*.

Suku Bunga terhadap *Financial Distress* Suku bunga merupakan biaya yang dikenakan ketika peminjaman uang diukur pada persentase dari uang yang dipinjam. Pengetahuan mengenai tingkat suku bunga dan perubahan menjadi bekal penting bagi perusahaan untuk memahami fenomena ekonomi yang sangat kompleks. Tinggi rendahnya tingkat suku bunga berpengaruh terhadap pengembalian hutang yang harus dibayarkan dalam perusahaan kepada kreditur. Semakin besar perusahaan meminjam dana saat adanya kenaikan suku bunga, maka semakin besar pula beban bunga yang ditanggung perusahaan. Sesuai dengan teori sinyal menurut Ross pada tahun 1977, ketika perusahaan melakukan peminjaman akan menjadi tanda atau sinyal bagi pemangku kepentingan tentang prospek perusahaan di masa depan dan akan memengaruhi keputusannya.

Financial distress juga bisa dipengaruhi oleh faktor eksternal yang berkaitan dengan ekonomi makro negara tersebut (Alfiah & Musdholifah, 2018).

1. Alfiah & Musdholifah. (2018). Pengaruh Corporate Governance, Rasio Keuangan, Ukuran Perusahaan Dan Makroekonomi Terhadap *Financial Distress* (Studi Pada Perusahaan Sektor Pertambangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016). In Oxford Encyclopedia of Business and Management, 153(153), 84–97. Dalam hal ini indikator ekonomi makro misalnya inflasi dan suku bunga diduga memberikan pengaruh terhadap kondisi perusahaan. Inflasi merupakan kondisi meningkatnya harga barang di pasar secara terus menerus. Tingginya tingkat inflasi dapat mengakibatkan harga-harga di pasar meningkat, sehingga individu sulit atau tidak mampu untuk membeli sesuatu barang. Hal ini berdampak pada penurunan penjualan perusahaan dan apabila perusahaan tidak mampu menutup kerugiannya, maka kemungkinan terburuknya perusahaan akan mengalami *kondisi financial distress* (Sandi & Amanah, 2020).
2. Sandi, T. K., & Amanah, L. (2020). Pengaruh Kinerja Keuangan Dan Variabel Ekonomi Makro Terhadap *Financial Distress*. Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi, 8(6), 1–18. Pada penelitian sebelumnya, Tyaga & Kristanti (2020)
3. Tyaga, M. S., & Kristanti, F. T. (2020). Analisis Survival Dalam Memprediksi Kondisi Financial Distress. Buletin Studi Ekonomi, 25(1), 112. <https://doi.org/10.24843/bse.2020.v25.i01.p07>, Mashudi et al (2021).
4. Mashudi, M., Himmati, R., Ardillah, I. F. R., & Sarasmitha, C. (2021). *Financial Distress Prediction in Infrastructure, Utilities, and Transportation Sector Companies 2015-2020*. Jurnal Keuangan Dan Perbankan, 25(3), 656–670. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v25i3.5858> dan Muijen et al (2022).
5. Muijen, H. M., Nordin, S. bt., & Badru, B. O. (2022). The Impact of Financial

- and Macroeconomic Variables on *Financial Distress*: Evidence from Pakistani Market. *Pakistan Journal of Humanities and Social Sciences Research*, 01(05), 129–146. <https://doi.org/10.37605/pjhssr.v5i1.368> mengungkapkan bahwa inflasi dapat memengaruhi *financial distress* dengan arah positif. . Namun penelitian Kholisoh & Dwiarti (2020) Kholisoh, S. N., & Dwiarti, R. (2020).
6. Kholisoh, S. N., & Dwiarti, R. (2020). The Analysis of Fundamental Variables and Macro Economic Variables in Predicting Financial Distress. *Management Analysis Journal*, 9(1), 81–90. <https://doi.org/10.15294/maj.v9i1.36395> dan Priyatnasari & Hartono (2019).
 7. Priyatnasari, S., & Hartono, U. (2019b). Rasio Keuangan, Makroekonomi Dan Financial Distress: Studi Pada Perusahaan Perdagangan, Jasa Dan Investasi di Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 7(4), 1005–1016 menunjukkan hasil yang berbeda yakni inflasi tidak cukup memengaruhi financial distress. Sementara itu suku bunga merupakan harga atas penggunaan uang yang dinyatakan dalam persentase. Tingkat suku bunga sendiri menunjukan perubahan dari waktu ke waktu atau tidak konstan. Ulaya & Nurfauziah (2022).
 8. Ulaya, D., & Nurfauziah. (2022). Faktor Makroekonomi dan Kinerja Keuangan dalam Memprediksi *Financial Distress*. *Selekta Manajemen: Jurnal Mahasiswa Bisnis & Manajemen*, 01(02), 62–77. <https://journal.uui.ac.id/selma/article/view/24053> menjelaskan bahwa tingginya tingkat suku bunga akan menaikkan beban perusahaan dan menyebabkan laba perusahaan yang lebih rendah sehingga perusahaan akan menghadapi kesulitan keuangan. Pada penelitian yang dilakukan Wafi et al (2021)
 9. Wafi, A., Mardani, R. M., & Wahono, B. (2021). Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, Harga Minyak Dunia dan Suku Bunga terhadap Financial Distress (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bei Tahun 2019-2020). *Jurnal Riset Manajemen*, 2008, 1–14.,
 10. Refni et al (2021) Refni, Z., Haryetti, & Fathoni, A. F. (2021). The Effects Of Exchange Rate And Interest Sensitivity, Managerial Ownership, And Institutional Ownership On Financial Distress. *IJEBA: International Journal of Economic, Business and Applications*, 6(1), 6. <https://dx.doi.org/10.31258/ijebe.6.1.31-40> dan Elia et al (2021) menyatakan bahwasannya tingkat suku bunga mampu berpengaruh positif signifikan terhadap financial distress. Penelitian tersebut tidak sejalan dengan milik Kholisoh & Dwiarti (2020) dan Priyatnasari & Hartono (2019).
 11. Priyatnasari, S., & Hartono, U. (2019b). Rasio Keuangan, Makroekonomi Dan Financial Distress: Studi Pada Perusahaan Perdagangan, Jasa Dan Investasi di Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 7(4), 1005–1016. di mana menjelaskan

bahwasannya tingkat suku bunga tidak memiliki pengaruh terhadap *financial distress*.

12. Khoja, Chipulu & Kayasekera (2019) dengan penelitian berjudul “*Analysis of financial distress cross countries: Using macroeconomic, industrial indicators and accounting data.*” menyimpulkan bahwa melalui analisis data laporan keuangan dengan indikator industri dan Ekonomi makro, memberi pemahaman yang lebih baik tentang kinerja perusahaan solven dan tidak solven lintas negara.

2.1.2. Pengaruh antara Variabel Ekonomi makro terhadap Firm Value

Makro ekonomi dapat dikatakan sebagai determinan dari faktor fundamental yang dapat mempengaruhi kebijakan manajer dalam menentukan kebijakan fundamental perusahaan dan sekaligus faktor yang mempengaruhi firm value. Analisis faktor fundamental memusatkan perhatiannya pada data-data laporan keuangan yang dikeluarkan oleh perusahaan, kemudian dari data laporan keuangan tersebut dianalisis sesuai dengan kebutuhan penganalisisan. Laporan keuangan ini juga salah satu representasi dari kinerja keuangan perusahaan yang bersifat *contrable*. Namun keuangan tidak hanya ditentukan oleh kegiatan operasional perusahaan saja, tetapi ada makro ekonomi seperti exchange rate dan inflasi yang bersifat *uncontrable*. Ketika kondisi makro ekonomi lesu, exchange rate berfluktuasi dan inflasi meningkat akan membuat kondisi fundamental perusahaan melemah. Faktor fundamental yang melemah akan mempengaruhi nilai firm value perusahaan. Pergerakan exchange rate dan inflasi juga berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan investasi di sektor riil dan ini berdampak pengaruhnya pada firm value. Apabila semakin baik faktor fundamental perusahaan yang dalam hal ini diukur menggunakan indikator CR, DR, NPM, ROE, dan Size maka akan semakin baik pula firm value. Faktor fundamental memiliki kaitan erat dengan firm value karena meningkatnya tingkat profitabilitas yang tercermin melalui NPM dan ROE maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Faktor fundamental yang baik juga akan memberikan isu-isu positif pada pasar modal yang berarti semakin baik pula nilai perusahaan yang tercermin melalui closing price dan price book value, tobin's Q.

1. *Macroeconomics has no significant effect on the value of the firm in manufacturing companies listed on the IDX*, Ida Ayu Sri Brahmayanti, Tri Ratnawati, Mulyanto Nugroho, (2021), peneliti menyimpulkan bahwa ekonomi makro tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
2. *Macroeconomics influences toward the company values in Go Public Foreign Exchange National Private Public Bank*, (Gustaf Naufan Febrianto, Slamet Riyadi & Mulyanto Nugroho, 2018), penelitian ini menyimpulkan bahwa

ekonomi makro berpengaruh signifikan terhadap nilai-nilai perusahaan.

3. *The Relationship of Share Ownership, Economic Macro and Company value Profitability As Mediation Variable (Case Study At Mining Industry Who are Listed in Bursa Efek Indonesia (IDX)*, (Mulyanto Nugroho, 2018), penelitian diatas menyimpulkan bahwa Ekonomi Makro memiliki hubungan yang signifikan dengan nilai-nilai perusahaan.
4. *Ekonomi makro Berpengaruh Signifikan Terhadap Value of The Firm*, (Sikip Nur Ika May Nur Himama, Tri Ratnawati, Nekky Rahmiyati, 2018), penelitian ini menyimpulkan bahwa faktor ekonomi makro berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
5. *Pengaruh Signifikan Ekonomi makro Terhadap Value of The Firm*, (Sugiarto, Nekky Rahmiyati, Tri Ratnawati, 2019), penelitian ini menunjukkan bahwa Ekonomi makro terhadap *Value of The Firm* adalah signifikan.
6. Ulusoy & Ugun (2020) menyimpulkan bahwa nilai tukar dan PDB berefek positif terhadap nilai Perusahaan di Turki tahun 2006, namun tingkat inflasi, harga minyak, inflasi dan suku bunga efeknya negatif.
7. Adan (2021) menyimpulkan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai bank umum yang diteliti sedangkan tingkat inflasi, nilai tukar serta suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai bank, dan Suku bunga berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai bank.

2.1.3. Pengaruh antara Keputusan Investasi terhadap *Financial Distress*.

Saat perusahaan mengalami financial distress, pilihan keputusan investasi sangat penting. Upaya untuk mengurangi kesulitan keuangan dilakukan dengan mengubah strategi investasi pada aset tetap. Keputusan Investasi adalah keputusan yang diambil untuk menanamkan modal pada satu atau lebih aset untuk mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang dan permasalahan bagaimana manajer keuangan harus mengalokasikan dana kedalam bentuk – bentuk investasi yang akan dapat mendatangkan keuntungan di masa yang akan datang (Tarima et al, 2016). Keputusan investasi yang dilakukan perusahaan untuk mengurangi kesulitan keuangan dapat memberikan informasi yang berguna bagi pihak yang berkepentingan dan investor potensial yang tertarik terhadap peluang investasi perusahaan yang mengalami financial distress. Hal ini dibuktikan dengan adanya penelitian dari Widiyanto et al (2021) yaitu kebijakan investasi berpengaruh positif terhadap financial distress, artinya penurunan investasi yang dilakukan perusahaan ternyata mampu menurunkan financial distress. Faktor kedua yang mempengaruhi *financial distress* yaitu keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan merupakan cara lain dari pemilihan dana untuk oprasional perusahaan ataupun pengambilan

keputusan. Dengan begitu pendanaan suatu perusahaan tersebut apakah memakai dana dari dalam perusahaan ataupun dari luar perusahaan sehingga perusahaan akan tepat dalam menggunakan dana yang ada sehingga profitabilitas perusahaan dalam keadaan baik. Keputusan pendanaan mencerminkan bagaimana perusahaan membangun struktur utangnya untuk mendanai aset, dan sekaligus menunjukkan kemampuan perusahaan dalam melunasi utang jangka pendek yang dijamin dengan aset lancar dan posisi kas. Pristiana (2018) mengatakan bahwa keputusan pendanaan memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress*

1. *Investment Decision Berpengaruh Tidak Signifikan Terhadap Profitabilitas*, (Sikip Nur Ika May Nur Himama, Tri Ratnawati, Nekky Rahmiyati, 2018), Pengaruh *Financing Decision* terhadap Profitabilitas menyimpulkan bahwa *Investment Decision* terhadap Profitabilitas adalah tidak signifikan.
2. Keputusan Investasi berpengaruh signifikan terhadap Kinerja Keuangan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2019,(Hendy Widiastoeti, Tri Ratnawati, Mulyanto Nugroho, 2021), penelitian ini menyimpulkan bahwa Pengaruh keputusan investasi terhadap kinerja keuangan memiliki tingkat signifikansi berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan.
3. López-Gutiérrez *et.al*, (2022) menyimpulkan bahwa perilaku investasi tidak seragam untuk semua perusahaan yang menghadapi kesulitan keuangan, dan kecenderungan untuk kurang berinvestasi tergantung pada peluang investasi yang tersedia bagi perusahaan.
4. Männasoo *et.al*, (2017) menyimpulkan bahwa ada dampak merugikan yang substansial dari intensitas investasi dan pembiayaan utang pada kesehatan keuangan perusahaan selama krisis. Selain itu, ada pola non-linier yang kuat dalam sensitivitas kesulitan perusahaan terhadap hubungan pembiayaan investasinya.
5. Jonathan & Militina (2018) menyimpulkan bahwa keputusan investasi berpengaruh signifikan dan dominan terhadap risiko terjadinya *Financial Distress*.
6. Meryana & Setiany (2021) menyimpulkan bahwa investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap kesulitan keuangan perusahaan yang sehat.

2.1.4. Pengaruh antara Keputusan Investasi terhadap Firm Value

Keputusan yang harus dilakukan oleh manajer keuangan yaitu, keputusan investasi, Keputusan-keputusan yang dibuat oleh manajer keuangan secara tepat akan menaikkan harga saham perusahaan sehingga diikuti dengan kenaikan nilai perusahaan secara langsung maupun tidak langsung. Keputusan investasi akan

mempengaruhi struktur kekayaan perusahaan, yaitu perbandingan antara aktiva lancar dengan aktiva tetap. Menurut Martono dan Harjito (2010), investasi merupakan penanaman dana yang dilakukan oleh suatu perusahaan ke dalam suatu aset (aktiva) dengan harapan memperoleh pendapatan dimasa yang akan datang. Dari pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa keputusan investasi dimulai dengan penetapan jumlah total aktiva yang perlu dimiliki oleh perusahaan dengan penetapan jumlah aktiva yang tepat, akan membuat investasi yang dilakukan akan berhasil baik, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Keputusan investasi memiliki salah satu aspek utama yaitu investasi modal. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan investasi harus dievaluasi dan dihubungkan dengan risiko dan hasil yang diharapkan (Hasnawati 2005). Menurut signaling theory, pengeluaran investasi memberikan sinyal positif mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga saham yang digunakan sebagai indikator nilai perusahaan. (Wahyudi dan Pawestri 2006). Sedangkan menurut pendapat Uri Ben-Zion (1984) nilai pasar perusahaan dipengaruhi oleh research and development dan kebijakan investasi.

1. *Investment decision has no significant effect on the value of the firm in manufacturing companies listed on the IDX* (Ida Ayu Sri Brahmayanti, Tri Ratnawati, Mulyanto Nugroho, 2021), hasil penelitian menyimpulkan bahwa bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
2. *Investment decision effect significantly to value of firm on in the mining company coal sector sub go public in Indonesia stock exchange.*, (Nuuridha Matiin, Tri Ratnawati, Slamet Riyadi, 2018) menyimpulkan bahwa Keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pertambangan sektor batubara sub go public di bursa efek Indonesia.
3. *Investmen Decision Berpengaruh Signifikan Terhadap Value of The Firm*, (Sikip Nur Ika May Nur Himama, Tri Ratnawati, Nekky Rahmiyati, 2018), penelitian ini menyimpulkan bahwa Keputusan investasi secara parsial memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
4. *Pengaruh Signifikan Investment Decision Terhadap Value of The Firm*, (Sugiarto, Nekky Rahmiyati, Tri Ratnawati, 2019), penelitian ini menunjukkan bahwa *Investment Decision* terhadap *Value of The Firm* adalah signifikan .
5. *Capital Structure and Investment Decisions on Firm Value with Profitability as a Moderator*. Syamsudin *et.al.*, (2022) menyimpulkan bahwa keputusan investasi, dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
6. Nurlela *et.al.*, (2020) menyimpulkan bahwa keputusan investasi berpengaruh

negatif terhadap nilai perusahaan.

7. Triani & Tarmidi (2019) menyimpulkan bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
8. Likitwongkajona & Vithessonthi (2020) menyimpulkan bahwa investasi asing berhubungan negatif dengan nilai perusahaan
9. Nugraha *et.al*, (2020) menyimpulkan bahwa keputusan investasi menunjukkan pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.1.5. Pengaruh antara Keputusan Pendanaan terhadap *Financial Distress*

Faktor yang mempengaruhi financial distress yaitu keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan merupakan cara lain dari pemilihan dana untuk operasional perusahaan ataupun pengambilan keputusan. Dengan begitu pendanaan suatu perusahaan tersebut apakah memakai dana dari dalam perusahaan ataupun dari luar perusahaan sehingga perusahaan akan tepat dalam menggunakan dana yang ada sehingga profitabilitas perusahaan dalam keadaan baik. Keputusan pendanaan mencerminkan bagaimana perusahaan membangun struktur utangnya untuk mendanai aset, dan sekaligus menunjukkan kemampuan perusahaan dalam melunasi utang jangka pendek yang dijamin dengan aset lancar dan posisi kas. Pristiana (2018) Pristiana, U. (2018). *Investment Decision , Capital Decision , Industry Performance , Economic Macros As Antecedent Variables of Financial Risk Management and Financial Distress Against Value of the Firm With Gcg As a Variable Moderating for Manufacturing Companies Registered on the Indonesian Stock Exchange*. *Archives of Business Research*, 5(9). [Htps://doi.org/10.14738/abr.69.5272](https://doi.org/10.14738/abr.69.5272) mengatakan bahwa keputusan pendanaan memiliki pengaruh signifikan terhadap financial distress

1. *Investments, Credit, and Corporate Financial Distress : Evidence from Central and Eastern Europe* (Männasoo *et.al*, 2017) menyimpulkan bahwa ada dampak merugikan yang substansial dari intensitas investasi dan pembiayaan utang pada kesehatan keuangan perusahaan selama krisis. Selain itu, ada pola non-linier yang kuat dalam sensitivitas kesulitan perusahaan terhadap hubungan pembiayaan investasinya.
2. *Funding decisions effect significantly to value of firm in the mining company coal sector sub go public in Indonesia stock exchange*, (Nuuridha Matiin, Tri Ratnawati, Slamet Riyadi, 2018) , hasil penelitian menyimpulkan bahwa Keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan pada perusahaan sub sektor pertambangan batubara go public di Indonesia bursa efek.
3. *Analysis Of Investment Decisions, Funding Decisions, Financial Risk*

Management Impacts On Financial Distress With Moderation Of Good Corporate Governance In Manufacturing Industry Sectors Listed On The Indonesia Stock Exchange (Pristiana & Istiono, 2020) menyimpulkan bahwa kebijakan pendanaan memiliki pengaruh signifikan terhadap *Financial Distress*

4. *Financial Distress : Apakah Dipengaruhi Pertumbuhan Penjualan, Kebijakan Investasi dan Kebijakan Pendanaan?*, (Widarno & Irawan, 2021) menyimpulkan bahwa kebijakan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap *Financial Distress* perusahaan-perusahaan sektor pertanian.
5. *Capital Structure significantly influence on Value of the Firm Banking Companies Listed in Indonesia Stock Exchange.*, (Catur F. Ukhriyawati, Tri Ratnawati, Slamet Riyad. 2017), penelitian ini menyimpulkan bahwa Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pendapatan pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Saham Indonesia.

2.1.6. Pengaruh antara Keputusan Pendanaan terhadap Firm Value

Keputusan selanjutnya yang harus dibuat oleh manajer keuangan yaitu mengenai keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan atau dapat kita sebut keputusan pendanaan. Manajer keuangan harus memutuskan apakah dana yang akan perusahaan gunakan berasal dari sumber internal perusahaan atau sumber eksternal, besarnya hutang dan modal sendiri, dan bagaimana tipe hutang dan modal yang akan digunakan, mengingat struktur pembiayaan akan menentukan cost of capital yang akan menjadi dasar penentuan required return yang diinginkan (Hasnawati 2005). Dengan demikian manajer keuangan harus dapat membuat keputusan tentang bentuk dan komposisi dana yang terbaik yang akan digunakan oleh perusahaan untuk dapat mengoptimalkan nilai perusahaan.

1. Funding decisions effect significantly to value of firm in the mining company coal sector sub go public in Indonesia stock exchange., (Nuuridha Matin, Tri Ratnawati, Slamet Riyadi, 2018) menyimpulkan bahwa Keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pertambangan sektor batubara sub go public di bursa efek Indonesia.
2. Capital influences toward the company values in Go Public Foreign Exchange national Private Public Bank, (Gustaf Naufan Febrianto, Slamet Riyadi & Mulyanto Nugroho, 2018), penelitian ini menyimpulkan bahwa Pengaruh modal tidak signifikan terhadap nilai-nilai perusahaan.
3. There is a significant effect of financing decisions in company value in construction service companies listed on the Indonesia Stock Exchange., (Sapto Wiratno, Slamet Riyadi, H. Mulyanto Nugroho, 2018), penelitian ini

- menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
4. *The Influence Of Investment Decisions And Financing Decisions On Firm Value With Profitability As Intervening Variables (Empirical Study On Companies Listed In Indonesian Sharia Stock Index)* (Nurlela et.al, 2020) menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.
 5. Financing decisions have a positive and significant effect on the value of the firm in manufacturing companies listed on the BEI, (Ida Ayu Sri Brahmayanti, Tri Ratnawati, Mulyanto Nugroho, 2021), hasil penelitian menyimpulkan bahwa bahwa Financing decisions berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
 6. *Firm Value: Impact of Investment Decisions, Funding Decisions and Dividend Policies*, (Triani & Tarmidi, 2019), menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan.
 7. *Investment Decisions, Funding Decisions, Dividend, and Firm Value (Study of Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange)* (Wahyuni & Amananti, 2019) menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
 8. *Analysis of the Effect of Funding Decision and Dividend Policy on the Firm Value and Investment Decision as Mediation*, (Sulistiono & Yusna, 2020), menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
 9. *Analisis pengaruh likuiditas terhadap profitabilitas, arus kas, keputusan pendanaan dan nilai perusahaan dari perusahaan jasa konstruksi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. (Wiratno, Slamet Riyadi & Mulyanto Nugroho, 2018)* menyimpulkan bahwa hasil penelitian ini bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.1.7. Pengaruh antara *Financial Risk* terhadap *Financial Distress*

Keputusan selanjutnya yang harus dibuat oleh manajer keuangan yaitu mengenai keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan atau dapat kita sebut keputusan pendanaan. Manajer keuangan harus memutuskan apakah dana yang akan perusahaan gunakan berasal dari sumber internal perusahaan atau sumber eksternal, besarnya hutang dan modal sendiri, dan bagaimana tipe hutang dan modal yang akan digunakan, mengingat struktur pembiayaan akan menentukan cost of capital yang akan menjadi dasar penentuan required return yang diinginkan (Hasnawati 2005). Dengan demikian

manajer keuangan harus dapat membuat keputusan tentang bentuk dan komposisi dana yang terbaik yang akan digunakan oleh perusahaan untuk dapat mengoptimalkan nilai perusahaan.

1. *Financial Ratio Analysis For Predicting Financial Distress In Manufacturing Companies Listed In Indonesia Stock Exchange*, (Indira Shofia Maulida, Srie Hartutie Moehaditoyo, Mulyanto Nugroho, 2018), Penelitian ini menyimpulkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap *Financial Distress*.
2. *Financial Risk, Firm Size and Financial Distress : Turbulent Times for Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange, Kenya* (Walela et.al, 2022) menyimpulkan bahwa perusahaan yang tercatat di Kenya yang menerapkan langkah-langkah untuk mengelola *Financial Risk*, terutama dengan mengelola mata uang, suku bunga dan risiko likuiditas mereka dengan benar menghindari *Financial Distress*.
3. *Financial Risk has a significant effect on Earnings at Islamic Commercial Banks in Indone* (Lu'lu' il Maknuun, Mulyanto Nugroho, Slamet Riyadi, 2022). Penelitian ini menyimpulkan bahwa Pengaruh signifikan risiko keuangan terhadap penghasilan di Bank Umum Syariah di Indonesia.
4. *Financial risk has a positive and significant effect on earnings management in manufacturing companies listed on the IDX* (Ida Ayu Sri Brahmayanti, Tri Ratnawati, Mulyanto Nugroho, 2021), hasil penelitian menyimpulkan bahwa risiko keuangan mempengaruhi positif dan signifikan terhadap manajemen laba di perusahaan manufaktur yang terdaftar di IDX.
5. *Risk of strategy effect significantly to financial performance in the mining company coal sector sub go public in Indonesia stock exchange*, (Nuuridha Matiin, Tri Ratnawati, Slamet Riyadi, 2018), hasil penelitian menyimpulkan bahwa Hubungan risk strategy terhadap kinerja keuangan berpengaruh signifikan.

2.1.8. Pengaruh antara *Financial Risk* terhadap *Firm Value*

Keputusan selanjutnya yang harus dibuat oleh manajer keuangan yaitu mengenai keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan atau dapat kita sebut keputusan pendanaan. Manajer keuangan harus memutuskan apakah dana yang akan perusahaan gunakan berasal dari sumber internal perusahaan atau sumber eksternal, besarnya hutang dan modal sendiri, dan bagaimana tipe hutang dan modal yang akan digunakan, mengingat struktur pembiayaan akan menentukan cost of capital yang akan menjadi dasar penentuan required return yang diinginkan (Hasnawati2005). Dengan demikian manajer keuangan harus dapat membuat keputusan tentang bentuk dan komposisi

dana yang terbaik yang akan digunakan oleh perusahaan untuk dapat mengoptimalkan nilai perusahaan.

1. *Financing decisions have a positive and significant effect on the value of the firm in manufacturing companies listed on the IDX* (Ida Ayu Sri Brahmayanti, Tri Ratnawati, Mulyanto Nugroho, 2021), hasil penelitian menyimpulkan bahwa risiko keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
2. Pengaruh Faktor Risiko Keuangan terhadap Nilai Perusahaan (Analisis Empiris Bank Komersial yang terdaftar), Gustaf Naufan Febrianto, Tri Ratnawati, Slamet Riyadi, 2022). Hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko kredit, semacam risiko keuangan, berkorelasi positif dengan Nilai Perusahaan.
3. *Risk Management influences toward the company values in Go Public Foreign Exchange National Private Public Bank*, (Gustaf Naufan Febrianto, Dr. Slamet Riyadi Msi.,Ak,Ca Dr. Mulyanto Nugroho MM, 2018), Pengaruh manajemen risiko yang berpengaruh terhadap nilai-nilai perusahaan dalam Go Public Foreign Exchange National Private Public Bank menunjukkan bahwa pengaruh antar manajemen risiko yang berpengaruh terhadap nilai-nilai perusahaan sangat signifikan.
4. *Risk Management significantly influence on Value of the Firm Banking Companies Listed in Indonesia Stock Exchange*, (Catur F. Ukhriyawati 1, Tri Ratnawati 2 & Slamet Riyadi 2017), hasil penelitian menunjukkan bahwa manajemen risiko mempengaruhi negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
5. *Investigation Of The Effect Of Financial Risks On The Firm Value Of Textile Firms* (Nurcan & Erdogan, 2020) menyimpulkan bahwa *Firm Value* perusahaan tekstil dipengaruhi oleh *Exchange Risk* dan *Financial Leverage*, sedangkan *Liquidity Risk* dan *Credit Risk* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Firm Value*.
6. *Revisiting the impact of intrinsic financial risks on the firm value of banks in ASEAN-5 countries: a panel data approach*, (Olalere et.al, 2020) menyimpulkan bahwa *Liquidity Risk*, *Credit Risk*, *Operational Risk* & *Interest Rate Risk* secara signifikan mempengaruhi *Firm Value*.
7. *Financial risk and firm value: is there any trade-off in the Indian context?*, (Roy & Bandopadhyay, 2021) menyimpulkan bahwa *Financial Risk* dan *Firm Value* memiliki hubungan negatif yang signifikan.
8. *The Effect Of Macroeconomic Factor, Earning Management And Financial Risk On Firms' Value: An Empirical Analysis Of Listed Commercial Banks*, (Febrianto et.al, 2022) menyimpulkan bahwa ada hubungan negatif antara *Credit Risk*, *Liquidity Risk* dan *Firm Value*.

2.1.9. Pengaruh antara *Financial Distress* terhadap *Firm Value*

Keputusan selanjutnya yang harus dibuat oleh manajer keuangan yaitu mengenai keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan atau dapat kita sebut keputusan pendanaan. Manajer keuangan harus memutuskan apakah dana yang akan perusahaan gunakan berasal dari sumber internal perusahaan atau sumber eksternal, besarnya hutang dan modal sendiri, dan bagaimana tipe hutang dan modal yang akan digunakan, mengingat struktur pembiayaan akan menentukan *cost of capital* yang akan menjadi dasar penentuan *required return* yang diinginkan (Hasnawati 2005). Dengan demikian manajer keuangan harus dapat membuat keputusan tentang bentuk dan komposisi dana yang terbaik yang akan digunakan oleh perusahaan untuk dapat mengoptimalkan nilai perusahaan.

1. *The effect of Financial Distress on value of firm* (Alvin Surya Pratama¹, Mulyanto Nugroho², and Ulfi Pristiana, 2020), menyimpulkan bahwa *Financial Distress* memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *Firm Value*.
2. *The Influence of Cost of Equity on Financial Distress and Firm Value*, (Sumaryati & Tristiarini, 2017) menyimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh *Financial Distress* terhadap *Firm Value*.
3. *Financial Distress Analysis with Altman Z Score Method and Value of SOEs Listed on IDX*, (Nurul & Zulfiati, 2018) menyimpulkan bahwa *Financial Distress* berpengaruh terhadap *Firm Value*.
4. *Effects of Earning Manipulation, Strength of Financial Position and Financial Distress on Firm Value (Case of Listed Manufacturing Firms in Indonesia)*, (Witjaksono, 2020) menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif *Financial Distress* terhadap *Firm Value*.
5. *Profitability, Liquidity, and Firm Value: Does Financial Distress Have a Mediating Effect? (Study of Manufacturing Companies in Indonesia)*, (Dewiet.al, 2021) menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh negatif *Financial Distress* terhadap *Firm Value*.

2.1.10. *Financial Distress* Memediasi positif signifikan Ekonomi Makro terhadap *Firm Value* pada BUMN di sektor non keuangan yang terdaftar di BEI.

1. Pengaruh *Unsystematic Risk* memediasi hubungan Ekonomi makro Terhadap *Good Financial Governance* (Sikip Nur Ika May Nur Himama, Tri Ratnawati, Nekky Rahmiyati, 2018), penelitian ini menyimpulkan bahwa Pengaruh *Unsystematic Risk* memediasi hubungan Ekonomi makro Terhadap *Good*

Financial Governance adalah signifikan.

2. Pengaruh Profitabilitas memediasi hubungan Ekonomi makro Terhadap *Value of The Firm*, (Sikip Nur Ika May Nur Himama, Tri Ratnawati, Nekky Rahmiyati, 2018), penelitian ini menyimpulkan bahwa Pengaruh Profitabilitas memediasi hubungan Ekonomi makro Terhadap *Value of The Firm*, adalah signifikan.
3. Kinerja keuangan memediasi secara signifikan pengaruh antara Ekonomi makro terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sub sektor konstruksi dan bangunan yang terdaftar di BEI, (Areta Betari Swari, Ulfi Pristiana, 2020),). Berdasarkan hasil perhitungan diperoleh bahwa parameter mediasi tersebut tidak signifikan. Maka model mediasi kinerja keuangan pada hubungan Ekonomi makro terhadap nilai perusahaan tidak diterima.
4. Profitabilitas memediasi pengaruh Ekonomi makro terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan BUMN di sektor infrastuktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014 – 2021, (Erfiani S Wardani, Nekky Rahmiyati, Hwihanus, 2022), hasil penelitian menyimpulkan memiliki hubungan positif dan tidak signifikan sehingga penelitian dalam ini hipotesa di tolak.
5. Ketidakpastian lingkungan mempengaruhi kinerja perusahaan melalui penerapan rantai nilai, (Dini Wahjoe Habsari, Winwin Yadiati, Harry Suharman, Dini Rosdini, 2021). Hasil analisis statistik menunjukkan bahwa rantai nilai secara positif memediasi hubungan antara kinerja lingkungan dan nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari kemampuan manajemen dalam beradaptasi dengan ketidakpastian lingkungan, baik kebingungan konsumen dan pesaing maupun perubahan ekonomi, kebijakan pemerintah, dan perkembangan teknologi yang menjaga aktivitas perusahaan tetap berjalan dengan baik.

2.1.11. Financial Distress Memediasi positif signifikan Keputusan Investasi terhadap Firm Value pada BUMN di sektor non keuangan yang terdaftar di BEI.

1. Pengaruh Profitabilitas memediasi hubungan *Investment Decision* Terhadap *Value of The Firm* adalah signifikan, (Sikip Nur Ika May Nur Himama, Tri Ratnawati, Nekky Rahmiyati, 2018), penelitian ini menyimpulkan bahwa Pengaruh *Unsystematic Risk* memediasi hubungan *Investment Decision* Terhadap *Value of The Firm* adalah signifikan.
2. Pengaruh Signifikan *Financial Decision* Sebagai Variable Moderator Pada Hubungan Profitabilitas Terhadap *Value of The Firm*, (Sugiarto, Nekky Rahmiyati, Tri Ratnawati, 2019), penelitian ini menunjukkan bahwa *Financial Decision* sebagai variable moderator pada hubungan *Profitabilitas* terhadap *Value of The Firm* adalah signifikan.

3. *Firm size has an effect on firm value through earning growth as an intervening variable*, (Muhammad Sanusi Efendi 1, Ontot Murwanto 2, Tri Ratnawati, 2022), Hasil penelitian menunjukkan besarnya pengaruh firm size terhadap nilai perusahaan melalui earning growth sebagai variabel intervening pengaruhnya tidak signifikan.
4. *Earning management can mediate the effect of firm size on firm value of real estate, property and building construction sectors that are listed in the Indonesia Stock Exchange period 2018 – 2021*, (Anisa Yusuf, Tri Ratnawati, Ida Ayu Sri Brahmayanti, 2023), Pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan manajemen laba sebagai variabel intervening memiliki nilai signifikansi.
5. Profitabilitas memediasi pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan BUMN di sektor infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014 – 2021, (Erfiani S Wardani, Nekky Rahmiyati, Hwihanus, 2022), penelitian ini menyimpulkan memiliki hubungan positif dan tidak signifikan sehingga penelitian dalam ini hipotesa di tolak.

2.1.12. Financial Distress Memediasi positif signifikan Keputusan Pendanaan terhadap Firm Value pada BUMN di sektor non keuangan yang terdaftar di BEI.

1. Pengaruh Profitabilitas memediasi hubungan *Financing Decision* Terhadap *Value of The Firm* (Sikip Nur Ika May Nur Himama, Tri Ratnawati, Nekky Rahmiyati, 2018), penelitian ini menyimpulkan Pengaruh Profitabilitas memediasi hubungan *Financing Decision* Terhadap *Value of The Firm* adalah signifikan.
2. Pengaruh Signifikan *Financial Decision* Sebagai Variabel Moderator Pada Hubungan Profitabilitas Terhadap *Investment Decision*. (Sugiarto, Nekky Rahmiyati, Tri Ratnawati, 2019), penelitian ini menunjukkan bahwa *Financial Decision* sebagai variabel moderator pada hubungan Profitabilitas terhadap *Investment Decision* adalah tidak signifikan.
3. *Earning management can mediate the effect of liquidity on Firm Value in Property, Real Estate and Building Construction Sector Companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2018 – 2021 period*, (Anisa Yusuf, Tri Ratnawati, Ida Ayu Sri Brahmayanti, 2023), penelitian tersebut menunjukkan bahwa manajemen laba tidak dapat memediasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan.
4. *Capital structure affects firm value through earning growth as an intervening variable*, (Muhammad Sanusi Efendi 1, Ontot Murwanto 2, Tri Ratnawati, 2022), penelitian tersebut menyimpulkan bahwa Struktur modal mempengaruhi nilai

perusahaan melalui pertumbuhan pendapatan sebagai variabel intervensi.

5. Variabel Profitabilitas sebagai memediasi pengaruh tidak langsung keputusan pendanaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan BUMN di sektor infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014 – 2021, (Erfiani S Wardani, Nekky Rahmiyati, Hwihanus, 2022), penelitian ini menyimpulkan bahwa memiliki hubungan positif dan signifikan sehingga penelitian dalam ini hipotesa di terima.

2.1.13. *Financial Distress* Memediasi positif signifikan *Financial Risk* terhadap *Firm Value* pada BUMN di sektor non keuangan yang terdaftar di BEI.

1. *Earning influences toward the company values in Go Public Foreign Exchange National Private Public Bank*, (Gustaf Naufan Febrianto, Dr. Slamet Riyadi Msi.,Ak,Ca Dr. Mulyanto Nugroho MM, 2018), pengaruh sebagai earning yang berpengaruh terhadap nilai-nilai perusahaan dalam Go Public Exchange National Private Public Bank, penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh antar earning yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan sangat signifikan.
2. *Earning management can mediate the effect of leverage on Firm Value in Property, Real Estate and Building Construction Sector Companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2018 – 2021 period*, (Anisa Yusuf, Tri Ratnawati, Ida Ayu Sri Brahmayanti, 2023), penelitian tersebut menunjukkan bahwa manajemen laba tidak dapat memediasi pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan.
3. *Firm size has an effect on firm value through earning growth as an intervening variable*, ((Muhammad Sanusi Efendi 1,Ontot Murwanto 2,Tri Ratnawati, 2022), penelitian tersebut menyimpulkan bahwa Ukuran perusahaan memiliki efek pada nilai perusahaan melalui pertumbuhan pendapatan sebagai variabel intervensi tidak signifikan.
4. *The Effect of Good Corporate Governance moderates Financial Distress on Value of the Firm*, (Dina Octavia Pratiwi, Tri Ratnawati, Achmad Maqsudi, 2023), Pengaruh antara variabel good corporate governance moderating *Financial Distress* terhadap nilai perusahaan tidak signifikan.
5. *The mediating variable is profitability, and the endogenous variable is the firms' value*, (Mulyanto Nugroho*, Abdul Halik, 2021), penelitian ini menyimpulkan bahwa pertumbuhan tidak secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan, tetapi pertumbuhan mempengaruhi profitabilitas, dan selanjutnya, profitabilitas mempengaruhi nilai perusahaan, peran mediasi profitabilitas, dalam hal ini, adalah mediasi penuh. Ini menunjukkan bahwa pertumbuhan tidak akan meningkatkan nilai perusahaan jika pertumbuhan tidak dapat

meningkatkan profitability.

2.2.14. GCG sebagai memoderating berpengaruh positif signifikan terhadap Financial Distress dan Firm Value BUMN non-keuangan yang tercatat di IDX.

1. *Is there an influence of Good Corporate Governance (GCG) as a Moderating Variable on Financial Performance and Audit Opinion in State-Owned Enterprises listed on the Indonesia Stock Exchange*, (Hendy Widiastoeti, Tri Ratnawati, Mulyanto Nugroho, 2021). Penelitian ini menyimpulkan bahwa kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap GCG, semakin tinggi kinerja keuangan perusahaan maka semakin tinggi GCG perusahaan BUMN.
2. *Good Financial Governance Berpengaruh Signifikan Terhadap Value of The Firm*, (Sikip Nur Ika May Nur Himama, Tri Ratnawati, Nekky Rahmiyati, 2018), penelitian ini menyimpulkan bahwa *Good Financial Governance* terhadap *Value of The Firm* adalah signifikan.
3. *Good Corporate Governance (GCG) Memoderasi Risiko Keuangan pada Islamic Corporate Social Responsibility Disclosure (ICSRD) pada Bank Umum Syariah di Indonesia*, (Lu'lu' il Maknuun, Mulyanto Nugroho, Slamet Riyadi, 2022), penelitian ini menyimpulkan bahwa *Good Corporate Governance* sebagai pola pengelolaan perusahaan tidak memiliki pengaruh penuh terhadap situasi ini karena risiko keuangan merupakan pola keuangan yang dilakukan oleh perusahaan khususnya di bidang keuangan sehingga tidak terjadi kebangkrutan pada perusahaan dan *Corporate Social Responsibility* Pengungkapan dengan baik, sehingga sifat moderasi ini hanya sebagai sumber informasi pendukung.
4. GCG sebagai variabel moderasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan di sektor batubara perusahaan pertambangan sub go public di bursa efek Indonesia, (Nuuridha Matiin, Tri Ratnawati, Slamet Riyadi, 2018), GCG sebagai variabel moderasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pertambangan sektor batu bara sub go public di bursa efek Indonesia.
5. *GCG influences toward the company values in Go Public Foreign Exchange National Private Public Bank*, (Gustaf Naufan Febrianto, Dr. Slamet Riyadi Msi., Ak, Ca Dr. Mulyanto Nugroho MM, 2018), penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh tata kelola perusahaan yang baik saling mempengaruhi Terhadap nilai-nilai perusahaan adalah signifikan.
6. Pengaruh Signifikan Good Corporate Governance (GCG) Terhadap Value of The Firm, (Sugiarto, Nekky Rahmiyati, Tri Ratnawati, 2019), penelitian ini

- menunjukkan bahwa Good Corporate Governance (GCG) terhadap Value of The Firm adalah signifikan.
7. *Good Corporate Governance significantly influence on Value of the Firm Banking Companies Listed in Indonesia Stock Exchange*, (Catur F. Ukhriyawati 1, Tri Ratnawati 2 & Slamet Riyadi 2017), hasil penelitian menunjukkan bahwa Tata Kelola Perusahaan yang baik berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

