

PENGARUH KEPUTUSAN INVESTASI, KEPUTUSAN PENDANAAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Strata Satu
Jurusan Manajemen



Oleh:

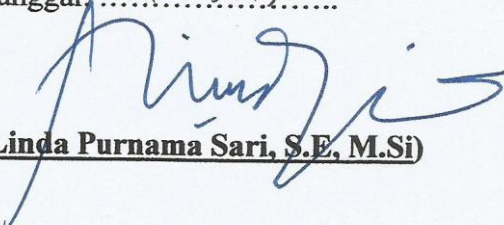
ARDINA ZAHRAH FAJARIA
2011210614

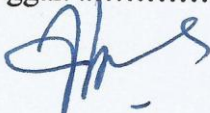
**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
SURABAYA
2015**

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Ardina Zahrah Fajaria
Tempat, Tanggal Lahir : Surabaya, 24 Januari 1994
N.I.M : 2011210614
Jurusan : Manajemen
Program Pendidikan : Strata 1
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Judul : Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,
Tanggal: 9 April 2015.....

(Linda Purnama Sari, S.E, M.Si)

Ketua Program Sarjana Manajemen,
Tanggal: 10 April 2015.....

(Dr. Muazaroh, S.E. M.T.)

PENGARUH KEPUTUSAN INVESTASI, KEPUTUSAN PENDANAAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Ardina Zahrah Fajaria
STIE Perbanas Surabaya
Email : ardinaria77@gmail.com

Linda Purnama Sari
STIE Perbanas Surabaya
Email : linda@perbanas.ac.id
Jl. Nginden Semolo 34-36 Surabaya

ABSTRACT

The study aims to examine the influence investment decisions, financing decisions and dividend policy on the value of the firm either simultaneously or partially. The data used in this study are annual report companies on periode 2009-2013, and dividend payment's information in IDX statistic. The population are all listed manufacturing companies in Indonesian Stock Exchange and twenty samples were selected by judgment sampling technique for period of 5 years (2009-2013). The analysis procedure were descriptive analysis and multiple linear regression analysis. The study showed that investment decisions, financing decisions and dividend policy simultaneously have a significant positive effect on firm value. Partially investment decisions and funding decisions do not have a significant positive effect on firm value, while the dividend policy has a significant positive effect on firm value.

Key words : investment decisions, financing decisions, dividend policy, firm value

PENDAHULUAN

Dalam berinvestasi pada sektor manufaktur harus dipertimbangkan tingkat keuntungan yang akan diperoleh (return) dari investasi tersebut dan tingkat risiko yang akan ditanggung (risiko) dari akibat atas investasi tersebut (Yulia Efni et al. 2012). Para investor pastinya mengharapkan tingkat return yang lebih tinggi dari tingkat risiko yang akan ditanggung, namun pada kenyataannya tidak selalu terjadi seperti itu. Semakin tinggi tingkat risiko yang ditanggung maka semakin tinggi pula tingkat return yang diperoleh. Namun saat

ini masih sedikit para investor yg bersifat *risk lover* atau *love seeker*.

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan nilai perusahaan. Tujuan tersebut dapat dicapai dengan pengambilan keputusan keuangan yang tepat. Menurut Van Horne (2002:6) fungsi keuangan mencakup tiga keputusan utama yang harus diambil oleh perusahaan, yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Tiga keputusan tersebut saling berhubungan karena keputusan investasi dapat dilakukan jika didukung dengan dana yang cukup, sedangkan untuk

mendapatkan dana tersebut perlu dibuat suatu keputusan pendanaan yang tepat dan sesuai dengan kondisi perusahaan dan dipengaruhi oleh kebijakan dividen atau pembelian kembali saham.

Seperti yang telah dijelaskan, keputusan pertama yang mempengaruhi nilai perusahaan yaitu keputusan investasi. Keputusan investasi adalah sebuah keputusan tentang penanaman modal baik bersumber dari dalam maupun luar perusahaan. Investasi ada yang jangka pendek, menengah dan panjang. Namun jangka waktu yang ditentukan tergantung dari kebijakan perusahaan. Tujuan dari investasi adalah untuk mendatangkan keuntungan bagi perusahaan di masa mendatang.

Menurut *signalling theory* menunjukkan bahwa pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal positif, khususnya pada investor maupun kreditur bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh di masa mendatang (Wahyudi, 2006). Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan cenderung positif.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Putri Prihatin Ningsih dan Iin Indarti (2012), Oktaviana Tiara Sari (2013), dan Dimas Prasetyo et al (2012) menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan adanya hubungan searah antara keputusan investasi dengan nilai perusahaan.

Keputusan selanjutnya adalah keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan adalah sebuah keputusan tentang pencarian sumber dana untuk membiayai investasi dan menentukan seberapa besar komposisi sumber dana yang akan digunakan. Pendanaan ada yang berasal dari dalam seperti laba ditahan, modal sendiri, dan kas, dan ada pula yang berasal dari luar seperti

hutang dan ekuitas. Tujuan dari pendanaan adalah untuk mendanai investasi. Modigliani dan Miller (1963) mengatakan bahwa penambahan hutang akan menaikkan nilai perusahaan, artinya jika sebuah perusahaan berhutang maka nilai perusahaan akan tinggi.

Menurut *Static Trade Off Theory* memperkirakan bahwa rasio hutang sasaran akan bervariasi dari satu perusahaan ke perusahaan lain. Perusahaan dengan aset berwujud dan aman serta laba kena pajak yang melimpah yang harus dilindungi sebaiknya memiliki rasio sasaran yang tinggi. Perusahaan yang tidak menguntungkan dengan aset tak berwujud yang berisiko sebaiknya hanya bergantung pada pendanaan ekuitas (Brealey, Myers, Marcus 2010:24).

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Putri Prihatin Ningsih dan Iin Indarti (2012) dan Dimas Prasetyo et al (2012) menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Oktaviana Tiara Sari (2013) menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan masih bervariasi.

Keputusan lainnya yaitu kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah sebuah kebijakan tentang seberapa besar proporsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham baik itu pemegang saham biasa maupun pemegang saham preferen. Bagi pemegang saham preferen jelas proporsinya sama tiap periode dan didahulukan dari pemegang saham biasa. Sebaliknya, bagi pemegang saham biasa proporsinya disesuaikan dengan sisa laba yang diperoleh perusahaan dan dibagikan setelah pemegang saham preferen, namun pemegang saham biasa mempunyai hak khusus salah satunya mempunyai suara

dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang tidak dimiliki oleh pemegang saham preferen. Tujuan dari pembagian dividen adalah untuk meningkatkan kinerja dan memotivasi *stakeholder* sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut teori efek klien (*Clientele Effect Theory*) ada dua kelompok pemegang saham yang memiliki preferensi berbeda tentang kebijakan dividen perusahaan (Agnes Sawir 2004:148). Kelompok pertama adalah kelompok pemegang saham yang lebih menyukai *dividen payout ratio* yang tinggi dan kelompok yang kedua adalah kelompok pemegang saham yang lebih menyukai menahan sebagian laba bersih. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan juga bergantung pada kelompok pemegang saham.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Putri Prihatin Ningsih dan Iin Indarti (2012) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Oktaviana Tiara Sari (2013) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan masih bervariasi.

Berdasarkan beberapa penelitian di atas, peneliti ingin meneliti tentang pengaruh keputusan, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan baik secara parsial maupun simultan. Hal ini dilakukan untuk menguji pengaruh keputusan, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan baik secara parsial maupun simultan.

RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan seringkali dikaitkan dengan nilai saham perusahaan. Sebuah perusahaan dapat dikatakan baik jika memiliki nilai yang baik juga termasuk kinerja perusahaan tersebut. Ketika nilai saham perusahaan tinggi, maka dapat disinyalir perusahaan tersebut memiliki nilai baik. Tujuan perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran para pemegang saham. Nilai perusahaan juga dapat didefinisikan sebagai nilai wajar perusahaan yang menggambarkan persepsi para investor terhadap emiten yang bersangkutan. Jika nilai saham perusahaan tinggi maka persepsi para investor akan perusahaan itu akan tinggi pula, dan tidak ragu untuk menginvestasikan dananya di perusahaan tersebut dengan pertimbangan-pertimbangannya. Tetapi jika nilai saham perusahaan rendah maka persepsi para investor akan negatif dan kemungkinan untuk menarik investasinya akan sangat mungkin untuk terjadi. Nilai saham yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki keuntungan yang tinggi dan kinerja yang baik.

Menurut Harmono (2009:233) nilai perusahaan adalah kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran di pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan. Menurut Harmono (2009:50) nilai perusahaan dapat diukur melalui nilai harga saham di pasar, berdasarkan terbentuknya harga saham perusahaan di pasar, yang merupakan refleksi penilaian oleh publik terhadap kinerja perusahaan secara riil. Dikatakan secara riil karena terbentuknya harga saham di pasar merupakan titik bertemunya kesepakatan antara permintaan dan penawaran harga yang secara riil terjadi transaksi jual beli

surat berharga di pasar modal antara emiten dan para investor.

Menurut Van Horne (2007:243-245) pihak manajemen dapat dianggap sebagai agen dari para pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham. Para pemegang saham akan mendelegasikan otoritas pengambilan keputusan ke pihak manajemen. Agar pihak manajemen dapat membuat keputusan yang optimal atas nama para pemegang saham, mereka tidak hanya mendapat insentif yang tepat, tetapi mereka akan diawasi juga. Pengawasan dapat dilakukan melalui berbagai metode seperti pengikatan agen, audit laporan keuangan, dan secara eksplisit membatasi keputusan pihak manajemen. Para kreditor mengawasi perilaku pihak manajemen dan pemegang saham dengan membebaskan perjanjian jaminan dalam kesepakatan pinjaman antara pihak peminjam dan pemberi pinjaman.

Teori ini dikembangkan oleh Jensen dan Meckling yang menunjukkan bahwa siapapun yang mengeluarkan biaya pengawasan, biaya tersebut pada akhirnya ditanggung oleh para pemegang saham. Contohnya, para pemilik hutang, untuk mengantisipasi biaya pengawasan, akan membebaskan biaya bunga yang lebih tinggi. Semakin besar kemungkinan biaya pengawasan maka semakin tinggi biaya bunga dan semakin rendah nilai perusahaan bagi para pemegang sahamnya, jika yang lain dianggap tetap. Keberadaan biaya pengawasan akan berlaku sebagai penerbitan hutang, terutama jika diatas jumlah yang moderat. Jumlah pengawasan yang disyaratkan oleh pemilik hutang akan naik sejalan dengan jumlah hutang yang belum dilunasi. Jika hanya sedikit hutang maka pemberi hutang dapat melakukan pengawasan terbatas, namun jika banyak hutang maka mereka dapat mendesak pengawasan yang ekstensif. Biaya pengawasan akan meningkat sejalan dengan leverage keuangan.

Salah satu indikator yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yaitu *price earning ratio* (PER). Menurut Putri Prihatin Ningsih (2012), PER yaitu rasio yang mengukur seberapa besar perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh para pemegang saham.

Keputusan Investasi

Keputusan investasi adalah salah satu keputusan yang harus diambil manajer keuangan untuk mengalokasikan dana-dana yang ada agar mendatangkan keuntungan di masa mendatang. Investasi dapat berasal dari dalam maupun luar perusahaan. Investasi yang berasal dari dalam perusahaan meliputi kas, surat-surat berharga, piutang dagang, persediaan, beban-beban yang dibayar dimuka (sewa dibayar dimuka), dan investasi jangka pendek lainnya. Investasi ini terletak dalam aset lancar di laporan neraca perusahaan. Sebaliknya, investasi dari luar perusahaan meliputi peralatan, tanah, gedung, mesin, kendaraan, dan investasi jangka panjang lainnya. Investasi ini terletak dalam aset tetap di laporan neraca. Keputusan investasi terletak di sisi kiri laporan neraca.

Menurut teori *signaling* yang dikemukakan oleh Michael Spense di dalam artikelnya tahun 1973. Teori tersebut menyatakan bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Teori ini menunjukkan bahwa pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal, khususnya pada investor maupun kreditor bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh di masa mendatang. Pengeluaran investasi yang dilakukan oleh manajer pastinya telah memperhitungkan *return* yang akan

diterima dan hal tersebut sudah pasti akan memilih pilihan yang paling menguntungkan perusahaan.

Keputusan investasi dapat diukur dengan indikator *Total Asset Growth* (TAG). Semakin besar aset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan (Bagus Laksono, 2006). Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan.

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan adalah keputusan selanjutnya yang harus diambil manajer keuangan untuk mendanai investasi-investasi yang dilakukan perusahaan. Pada keputusan ini, manajer keuangan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis sumber-sumber dana untuk membiayai investasi-investasi tersebut. Pada keputusan ini manajer keuangan harus memahami betul berapa proporsi, komposisi, kombinasi, dan efisiensi pembiayaan yang diperlukan perusahaan. Keputusan ini terletak pada sisi kanan laporan neraca, yaitu kewajiban lancar dan kewajiban jangka panjang. Kewajiban lancar meliputi hutang usaha dan hutang-kewajiban jangka pendek lainnya. Kewajiban jangka panjang meliputi hutang bank, penerbitan saham & obligasi, dan kewajiban jangka panjang lainnya.

Berdasarkan proses arbitrase, M&M berkesimpulan bahwa perusahaan tidak dapat mengubah nilai total atau biaya modal rata-rata tertimbang dengan menggunakan *leverage* keuangan. Berdasarkan pembahasan sebelumnya dapat dilihat bahwa tidak hanya nilai total perusahaan yang tidak terpengaruh oleh berbagai perubahan dalam *leverage* keuangan, tetapi juga harga saham. Akibatnya, keputusan pendanaan bukanlah masalah dari sudut pandang tujuan memaksimalkan harga saham per lembar.

Struktur modal yang satu sama baiknya dengan struktur modal lainnya (Van Horne 2007:242).

Menurut Modigliani dan Miller (MM) menunjukkan bahwa pendapat pendekatan tradisional adalah tidak benar. MM menunjukkan kemungkinan munculnya proses *arbitrage* yang akan membuat harga saham yang tidak menggunakan hutang maupun yang menggunakan hutang akhirnya sama. Dengan demikian MM menunjukkan bahwa dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, maka keputusan pendanaan menjadi tidak relevan. Hal ini berarti penggunaan hutang atau modal sendiri akan memberi dampak yang sama bagi kemakmuran pemegang saham (Suad Husnan 2012:266, 268).

Menurut Ferdiansyah (2012) mengemukakan mengenai *trade off theory* bahwa hutang mempunyai dua sisi, yaitu sisi negatif dan positif. Sisi positif dari hutang bahwa pembayaran bunga akan mengurangi pendapatan kena pajak. Penghematan pajak ini akan meningkatkan nilai pasar perusahaan. Hutang menguntungkan perusahaan karena pembayaran bunga diperhitungkan sebagai biaya dan mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga jumlah pajak yang dibayarkan perusahaan berkurang. Sisi negatifnya yaitu pembagian dividen kepada para pemegang saham tidak mengurangi pembayaran pajak perusahaan. Jadi dari sisi pajak akan lebih menguntungkan jika perusahaan membiayai investasi dengan hutang karena adanya pengurangan pajak.

Keputusan pendanaan dapat diukur dengan rasio DER (*Debt to Equity Ratio*), yaitu rasio untuk mengukur seberapa perusahaan menggunakan sumber dana dari hutang dan merefleksikan kemampuan perusahaan membayar kewajiban dalam jangka panjang. Semakin tinggi hutang maka semakin besar risiko finansial perusahaan.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan terakhir manajer keuangan untuk menentukan proporsi laba yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, proporsi laba yang mungkin akan diputar untuk modal perusahaan (laba ditahan), dividen dalam bentuk dividen saham (saham biasa & saham preferen), pemecahan saham (*stock split*), dan pembelian saham beredar kembali, keputusan-keputusan ini bertujuan untuk meningkatkan kemakmuran dan kinerja para pemegang saham.

Menurut Dermawan Sjahrial (2007:311-313) mengatakan bahwa teori kebijakan dividen ada 4, yaitu *dividend irrelevance theory*, *bird in the hand theory*, dan *tax preference theory*. *Dividend Irrelevance Theory* adalah suatu teori yang mengemukakan bahwa investor tidak peduli terhadap besar kecilnya dividen yang diberikan perusahaan kepada para pemegang saham. *Bird In The Hand Theory* menurut Myron Gordon dan John Lintner (1963) adalah kebijakan dividen yang dapat berpengaruh positif terhadap harga pasar saham. Hal ini berarti dividen yang dibagikan perusahaan semakin besar, maka harga pasar saham perusahaan tersebut akan semakin tinggi dan sebaliknya. Hal ini terjadi karena pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor. *Tax preference theory* menyatakan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap harga pasar saham perusahaan. Hal ini berarti semakin besar jumlah dividen yang dibagikan suatu perusahaan semakin rendah harga pasar saham perusahaan yang bersangkutan. Hal ini terjadi jika ada perbedaan antara tarif pajak personal atas pendapatan dividen dan *capital gain*. Apabila tarif pajak dividen lebih tinggi daripada pajak *capital gain*, maka investor akan lebih senang jika laba yang diperoleh perusahaan tetap ditahan di perusahaan, untuk mendanai

investasi yang dilakukan perusahaan. Dengan demikian di masa yang akan datang diharapkan terjadi peningkatan *capital gain* yang tarif pajaknya lebih rendah. Apabila banyak investor yang memiliki pandangan demikian, maka investor cenderung memilih saham-saham dengan dividen kecil dengan tujuan untuk menghindari pajak.

Berdasarkan penjelasan diatas, didukung juga oleh teori efek klien (*Clientele Effect Theory*) menurut Agnes Sawir (2004:148) yang menyatakan bahwa kelompok pemegang saham yang memiliki preferensi berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai *dividend payout ratio* yang tinggi. Sebaliknya, kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian laba bersihnya.

Kebijakan dividen dapat diukur dengan indikator DPR (*Dividen Payout Ratio*), yaitu rasio untuk mengukur besaran dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham perusahaan.

Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan investasi adalah keputusan yang harus diambil seorang manajer keuangan untuk mengalokasikan dana-dana yang ada sehingga mendatangkan keuntungan di masa mendatang. Keputusan investasi akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan jika manajer tersebut dapat mengalokasikan dana-dana tersebut dengan tepat di berbagai aset perusahaan yang mendukung, sehingga mendatangkan keuntungan di masa mendatang dan meningkatkan nilai perusahaan, dan juga sebaliknya. Namun keputusan investasi akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan jika manajer tersebut juga mengalokasikan dana pada aset-aset yang tidak mendukung kegiatan operasionalnya, sehingga akan

mendatangkan kerugian di masa mendatang dan menurunkan nilai perusahaan.

Menurut *Signalling Theory* menyatakan bahwa pengaruh investasi terhadap nilai perusahaan positif karena pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal, khususnya pada investor maupun kreditur bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh di masa mendatang.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yaitu Mokhamat Ansori dkk (2010), Yulia Efni dkk (2012), Oktaviana Tiara Sari (2013), dan Muhammad Nasrum (2013) didapatkan kesimpulan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti dengan meningkatnya investasi yang dilakukan oleh perusahaan, maka akan mengakibatkan meningkatnya nilai perusahaan.

Hipotesis 1 : Terdapat pengaruh positif keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan pendanaan adalah keputusan selanjutnya yang harus diambil seorang manajer keuangan untuk mendanai investasi-investasi yang dilakukan perusahaan. Keputusan pendanaan akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan jika proporsi hutang meningkat maka dana operasional yang tersedia meningkat, jika hutang tersebut dikelola dengan baik maka dapat meningkatkan laba perusahaan sehingga kinerja perusahaan akan tinggi. Jika kinerja perusahaan tinggi maka akan menaikkan harga saham, sehingga nilai perusahaan akan ikut meningkat. Namun keputusan pendanaan akan berpengaruh negatif jika proporsi hutang sangat besar, sehingga menimbulkan biaya bunga yang lebih tinggi dan laba yang diperoleh menurun dan nilai perusahaan juga akan menurun.

Menurut *Static Trade Off Theory* (Yulia efni dkk, 2012) menyatakan bahwa kenaikan hutang akan bermanfaat jika dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa penambahan hutang belum mencapai batas optimal dari jumlah hutang yang dapat menyebabkan nilai perusahaan tersebut maksimal.

Berdasarkan hasil penelitian Oktaviana Tiara Sari (2013), didapatkan kesimpulan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti tinggi rendahnya *Debt to Equity Ratio* pada perusahaan tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Namun pada hasil penelitian Yulia Efni dkk (2012) didapatkan kesimpulan bahwa keputusan pendanaan hanya akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan jika keputusan pendanaan mampu menurunkan risiko perusahaan. Hal ini berarti keputusan pendanaan dapat menghasilkan manfaat yang lebih besar dibandingkan kerugian yang timbul akibat keputusan tersebut sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan pada hasil penelitian Mokhamat Ansori dkk (2010) dan Muhammad Nasrum (2013) didapatkan kesimpulan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin meningkat variabel keputusan pendanaan maka akan mengakibatkan nilai perusahaan meningkat.

Hipotesis 2 : Terdapat pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen adalah keputusan terakhir yang harus diambil oleh seorang manajer keuangan untuk menentukan proporsi laba yang dibagikan kepada para

pemegang saham yang bertujuan untuk meningkatkan kekayaan dan kinerja para pemegang saham. Kebijakan dividen akan berpengaruh positif jika dividen yang dibagikan tinggi maka harga saham akan meningkat, sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Namun kebijakan dividen akan berpengaruh negatif jika laba yang diperoleh perusahaan sebagian besar digunakan untuk pembagian dividen, maka kemungkinan besar akan mengurangi laba ditahan sebagai tambahan dana untuk perputaran modal periode selanjutnya, sehingga laba selanjutnya akan menurun dan nilai perusahaan pun akan menurun.

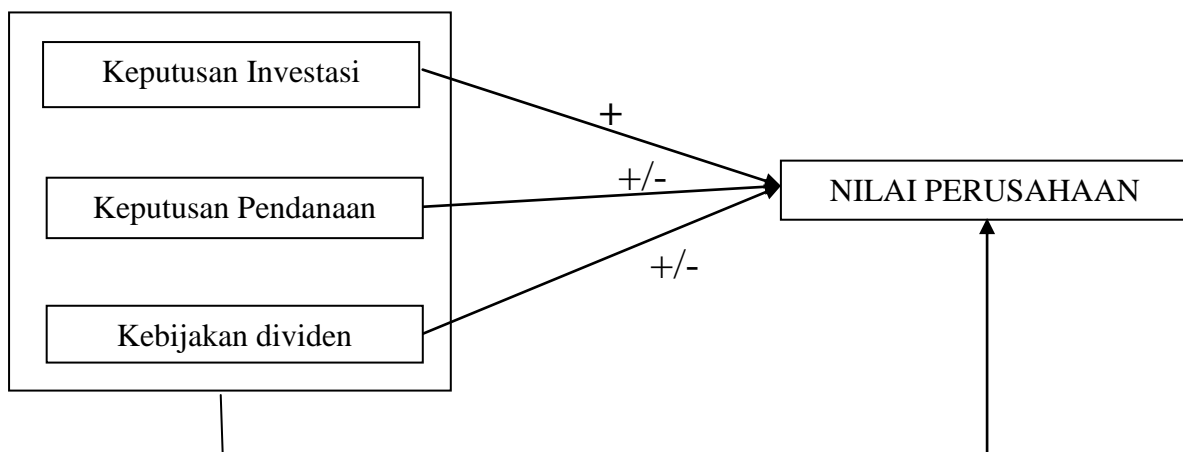
Menurut *Bird In The Hand Theory*, kebijakan dividen dapat berpengaruh positif terhadap harga pasar saham. Hal ini berarti dividen yang dibagikan perusahaan semakin besar, maka harga pasar saham perusahaan tersebut akan semakin tinggi dan sebaliknya. Sebaliknya, menurut *Tax preference theory* menyatakan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap harga pasar saham perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yaitu Yulia Efni dkk (2012) didapat

kesimpulan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung. Hal ini berarti kebijakan dividen hanya mengubah *timing* pembayaran dividen sedemikian rupa sehingga total aliran kas yang akan diterima dimasa mendatang akan tetap sama.

Namun berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yaitu Mokhamat Ansori dkk (2010), Oktaviana Tiara Sari (2013), dan Muhammad Nasrum (2013) didapatkan kesimpulan bahwa keputusan dividen berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin besar dividen yang dibagikan, maka kinerja perusahaan akan meningkat yang akan meningkatkan pula nilai perusahaan.

Hipotesis 3 : Terdapat pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 1
KERANGKA PEMIKIRAN

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2009-2013. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *Judgement Sampling*. *Judgement Sampling* adalah salah satu jenis *Purposive Sampling* selain *Quota Sampling* dimana peneliti memilih sampel berdasarkan penelitian terhadap beberapa karakteristik anggota sampel yang disesuaikan dengan maksud penelitian (Mudrajad Kuncoro 2013:139). Pengambilan sampel dengan kriteria sebagai berikut: perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2009-2013, memiliki laporan keuangan tahunan lengkap periode tahun 2009-2013, mempunyai ekuitas positif, mempunyai informasi tentang pembagian dividen, dan tidak melakukan *corporate action*. Perusahaan yang memenuhi kriteria diatas selama periode tahun 2009 sampai dengan 2013 sebanyak 20 perusahaan.

Data Penelitian

Penelitian ini mengambil sampel pada perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013 dengan kriteria yang telah tercantum sebelumnya. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif dengan menggunakan data sekunder karena data yang didapat berasal data dari perusahaan. Data yang digunakan adalah data harga saham tahunan, laporan keuangan tahunan lengkap, dan informasi pembagian dividen serta tindakan *corporate action* yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu idx dan e-bursa untuk informasi tindakan *corporate action*.

Variabel Penelitian

Variabel-variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan sebagai variabel terikat, serta keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen sebagai variabel bebas.

Definisi Operasional Variabel

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran di pasar modal yang mencerminkan pendapat masyarakat tentang kinerja perusahaan. Nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan rumus *Price Earning Ratio* (PER)

$$PER = \frac{\text{Harga Saham}}{EPS}$$

Keterangan :

EPS = laba bersih per jumlah saham beredar

PER = perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh pemegang saham

Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan keputusan yang harus diambil manajer keuangan untuk mengalokasikan dana-dana perusahaan di berbagai aset yang ada agar mendatangkan keuntungan di masa mendatang. Keputusan investasi dapat diukur dengan menggunakan rumus *Total Asset Growth* (TAG)

$$TAG = \frac{TA_t - TA_{t-1}}{TA_{t-1}}$$

Keterangan :

TA_t = total aset tahun sekarang

TA_{t-1} = total aset tahun sebelumnya

TAG = pertumbuhan aset

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan merupakan keputusan selanjutnya yang harus diambil seorang manajer keuangan mendanai investasi-investasi yang dilakukan perusahaan. Keputusan pendanaan dapat diukur dengan menggunakan rumus *Debt to Equity Ratio* (DER)

$$DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Modal Ekuitas}}$$

Keterangan :

DER = penggunaan sumber dana dari hutang dan perefleksian kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjang

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan terakhir yang harus diambil seorang manajer keuangan dalam menentukan proporsi laba yang dibagikan kepada para pemegang saham yang bertujuan untuk meningkatkan kekayaan dan kinerja para pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, proporsi laba yang mungkin akan diputar untuk modal perusahaan, dividen

dalam bentuk dividen saham, pemecahan saham, dan pembelian saham beredar kembali. Kebijakan dividen dapat diukur dengan menggunakan rumus *Dividen Payout Ratio* (DPR)

$$DPR = \frac{DPS}{EPS} \times 100\%$$

Keterangan :

DPS = dividen yang dibayarkan per jumlah saham biasa beredar

EPS = laba bersih per jumlah saham beredar

DPR = dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham

Alat Analisis

Untuk menguji pengaruh antara keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan digunakan model regresi linier berganda (MRA). Berikut persamaan regresi linear berganda :

$$PER = 9,123 + 8,961 \text{ TAG} - 0,905 \text{ DER} + 10,304 \text{ DPR} + e$$

Tabel 1
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Standar Deviasi
PER	100	0,11	80,00	13,5794	11,06620
TAG	100	0,002	0,55	0,1300	0,10079
DER	100	0,10	8,44	0,8310	1,03968
DPR	100	0,02	1,74	0,3924	0,32243

Sumber : Data diolah

Tabel 2
Hasil Uji Hipotesis

Variabel Dependen	Variabel Independen	t_{hit}	t_{tabel}	Sig
Nilai Perusahaan	TAG	0,799	1,660	0,426
	DER	-0,865	$\pm 1,984$	0,389
	DPR	2,951	$\pm 1,984$	0,004
$R^2 = 0,096$		$F_{hit} = 3,400$	$F_{tabel} = 2,700$	0,021

Sumber : Data diolah

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Pada tabel 1 dapat dilihat bahwa nilai terendah dari variabel TAG, DER dan DPR terletak pada variabel TAG yaitu sebesar 0,002. Hal ini menunjukkan bahwa dalam pengambilan keputusan untuk menilai perusahaan, investor menempatkan variabel keputusan investasi di bawah keputusan pendanaan dan kebijakan dividen yang masing-masing sebesar 0,10 dan 0,02.

Nilai tertinggi dari variabel TAG, DER dan DPR terletak pada variabel DER yaitu sebesar 8,44. Hal ini menunjukkan bahwa dalam pengambilan keputusan untuk menilai perusahaan, investor menempatkan variabel keputusan pendanaan di atas keputusan investasi dan kebijakan dividen yang masing-masing sebesar 0,55 dan 1,74.

Nilai rata-rata tertinggi dari variabel TAG, DER dan DPR terletak pada variabel DER yaitu sebesar 0,831. Hal ini menunjukkan bahwa dalam pengambilan keputusan untuk menilai perusahaan, rata-rata investor menempatkan variabel keputusan pendanaan di atas keputusan investasi dan kebijakan dividen yang masing-masing sebesar 0,13 dan 0,3924.

Nilai standar deviasi tertinggi dari variabel TAG, DER dan DPR terletak pada variabel DER yaitu sebesar 1,03968. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen

lebih bervariasi dan meningkat secara statistik dalam mempengaruhi nilai perusahaan yaitu sebesar 0,32243. Namun keputusan investasi kurang bervariasi dan tidak begitu mempengaruhi nilai perusahaan yaitu sebesar 0,10079.

Hasil Analisis dan Pembahasan

Hasil uji hipotesis TAG menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif keputusan investasi terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan *price earning ratio* namun tidak signifikan. Hasil tidak signifikan terjadi karena pertumbuhan aset yang melebihi batas optimal sehingga perusahaan merasa terbebani dengan biaya-biaya yang timbul akibatnya. Hasil tersebut berlawanan dengan *signaling theory* yang menyatakan bahwa keputusan investasi memberikan sinyal yang positif terhadap nilai perusahaan. Aset yang optimal akan menghasilkan NPV yang positif, sehingga dapat meningkatkan harga saham, namun aset yang berlebihan akan berdampak pada biaya-biaya yang tidak mendukung kegiatan operasional perusahaan. Hal ini dapat menyebabkan laba yang diperoleh perusahaan menurun, sehingga nilai perusahaan juga menurun. Dengan demikian keputusan investasi dalam bentuk penambahan aset belum mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian ini mendukung hasil penelitian Rury Setiani (2013) yang menyatakan bahwa keputusan investasi yang diukur dengan TAG mempunyai

pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan PBV. Namun penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Dimas (2013) yang menyatakan bahwa harga saham dapat dipengaruhi secara signifikan oleh TAG.

Berbeda dengan hasil uji hipotesis TAG, hasil analisis hipotesis DER menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil tidak signifikan terjadi karena penggunaan hutang yang melebihi batas optimal sehingga perusahaan merasa terbebani dengan biaya bunga. Hasil penelitian ini sesuai dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa jika hutang yang digunakan melampaui batas optimal akan mengakibatkan perusahaan merasa terbebani dengan biaya bunga, sehingga akan mengurangi laba yang diperoleh dan dikhawatirkan nilai perusahaan menjadi tidak maksimal karena berkurangnya kepercayaan kreditur. Teori ini menyebutkan bahwa adanya keseimbangan antara *financial distress* dengan penghematan pajak sebagai akibat dari penggunaan hutang yang tinggi membuat nilai perusahaan tidak terpengaruh oleh kebijakan hutang. Dengan demikian keputusan pendanaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Hal ini mendukung hasil penelitian Oktaviana Tiara Sari (2013) yang menyatakan bahwa tinggi rendahnya DER pada perusahaan tidak akan berpengaruh pada nilai perusahaan. Namun penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Dimas (2013) yang menyatakan bahwa dengan meningkatnya DER maka harga saham akan mengalami peningkatan pula.

Berbeda dengan hasil uji hipotesis TAG dan DER, hasil analisis hipotesis DPR menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor. Semakin banyak investor yang menanamkan modal-

nya pada perusahaan tersebut, maka investor lain akan tertarik untuk ikut menanamkan modalnya karena beranggapan bahwa mereka akan merasa untung jika mereka menanamkan modalnya pada perusahaan. Investor lebih senang dengan dividen yang pasti menguntungkan mereka daripada *capital gain* yang belum pasti menguntungkan mereka. Dengan demikian kebijakan pembagian dividen mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian ini mendukung hasil penelitian Oktaviana (2013) yang menyatakan bahwa ada pengaruh positif dan signifikan antara kebijakan dividen yang diukur dengan *Dividen Payout Ratio* terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan *Price Book Value*. Namun penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Putri dan Iin (2012) yang menyimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis hipotesis dapat disimpulkan bahwa secara simultan terdapat pengaruh positif keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, artinya keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen secara bersamaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis hipotesis dapat disimpulkan bahwa secara parsial terdapat pengaruh positif tidak signifikan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan, artinya keputusan investasi secara terpisah tidak begitu mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis hipotesis dapat disimpulkan bahwa secara parsial terdapat pengaruh negatif tidak signifikan keputusan pendanaan terhadap nilai per-

sahaan, artinya keputusan pendanaan secara terpisah tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis hipotesis dapat disimpulkan bahwa secara parsial terdapat pengaruh positif signifikan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, artinya kebijakan dividen secara terpisah dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah kontribusi secara simultan variabel bebas terhadap variabel terikat sangat kecil yaitu 9,6%, sampel perusahaan yang digunakan selama periode penelitian yaitu 20 perusahaan yang terdaftar di bursa efek indonesia, serta hanya menggunakan rasio TAG sebagai alat ukur keputusan investasi dan hanya menggunakan rasio DER sebagai alat ukur keputusan pendanaan.

Berdasarkan pada hasil dan keterbatasan penelitian, maka saran yang dapat diberikan kepada (1) Manajemen Perusahaan sebaiknya memperhatikan masalah kebijakan dividen dikarenakan dalam penelitian ini menunjukkan hasil yang signifikan dalam meningkatkan nilai perusahaan. (2) Peneliti Selanjutnya, antara lain : peneliti sebaiknya dapat menambah jumlah sampel perusahaan yang akan diteliti; peneliti dapat menggunakan alat ukur lain untuk variabel keputusan investasi seperti *net present value* agar lebih terlihat apakah investasi tersebut memberi keuntungan atau kerugian; serta peneliti dapat menggunakan alat ukur lain untuk variabel pendanaan seperti *debt ratio* agar lebih terlihat sejauh mana aset perusahaan dapat didanai oleh penggunaan hutang.

DAFTAR RUJUKAN

Agnes Sawir. 2004. *Kebijakan Pendanaan dan Restrukturisasi Perusahaan*. Jakarta : Gramedia Pustaka Utama

- Bagus Laksono. 2006. "Analisis Pengaruh Return On Asset, Sales Growth, Asset Growth, Cash Flow dan Likuiditas Terhadap Dividen Payout Ratio (Perbandingan Pada Perusahaan *Multi National Company* (MNC) dan *Domestic Corporation* Yang Listed di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2004)". Tesis Pascasarjana diterbitkan, Universitas Diponegoro
- Brealey, Myers, and Marcus. 2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta : Erlangga
- Dermawan Sjahrial. 2007. *Manajemen Keuangan*. Jakarta : Mitra Wacana Media
- Dimas Prasetyo, Zahroh Z.A., Devi Farah Azizah. 2013. "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Sektor Properti dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011)". *Jurnal Administrasi Bisnis*. 5(1). 117-124
- Ferdiansyah F.. 2012. "Pengaruh Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Industri Food And Beverage Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011". *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi*, 5(3). 13-35
- Gordon, M.J.. 1963. "Optimal Investment and Financing Policy". *Journal Of Finance*. 264-272
- Harmono. 2009. *Manajemen Keuangan: Berbasis Balanced Scorecard Pendekatan Teori, Kasus, Dan Riset Bisnis*. Jakarta : Bumi Aksara
- Lintner, J.. 1963. "The Determinant Of Corporate Savings". In W. Heller. Ed.. *Savings in The Modern Economy*. Minneapolis. MN. *University Of Minnesota*

- Mudrajad Kuncoro. 2013. *Metode Riset Untuk Bisnis dan Ekonomi : Bagaimana Meneliti dan Menulis Tesis?*. Jakarta : Erlangga
- Modigliani, F. dan Miller, M.H.. 1963. "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital : A Correction:". *The American Economics*. 53. 433
- Mokhamat Ansori dan Denica H.N.. 2010. "Pengaruh Keputusan Investasi Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Dalam Jakarta Islamic Index Studi Pada Bursa Efek Indonesia (BEI)". *Analisis Manajemen*. 4(2). 153-175
- Muhammad Nasrum. 2013. "The Influence Of Ownership Struture, Corporate Governance, Investment Decision, Financial Decision And Deviden Polycy On The Value Of The Firm Manufacturing Companies Listed On Indonesian Stock Exchange". *Managerial Journal*. 1(1). 1-12
- Oktaviana Tiara Sari. 2013. "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan dividen Terhadap Nilai Perusahaan". *Management Analysis Journal*. 2(2). 1-7
- Putri Prihatin Ningsih, Iin Indarti. 2012. "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2009)". *Jurnal Kajian Akuntansi dan Bisnis*. 1(1). 1-23
- Rury Setiani. 2013. "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Manajemen*. 2(1) 1-10
- Suad Husnan, Enny Pudjiastuti. 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi ke-6. Yogyakarta : UPP STIM YKPN
- Van Horne, James C. 2002. *Financial Management & Policy*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Van Horne & M. Machowitz. 2007. *Fundamental of Financial Management : Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan 2*. Edisi ke-2. Jakarta : Salemba Empat
- Untung Wahyudi dan Hartini Prasetyaning Pawestri. 2006. "Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening". *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*. K-AKPM 17
- Yulia Efni, Djumilah Hadiwidjojo, Ubud Salim, Mintarti Rahayu. 2012. "Keputusan Investasi, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen : Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Sektor Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia)". *Jurnal Aplikasi Manajemen*. 10(1). 128-1

