

**IMPLIKASI KEPUTUSAN INVESTASI, KEPUTUSAN
PENDANAAN, DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN**



TESIS

**Diajukan untuk Melengkapi Tugas-Tugas dan Memenuhi Syarat-Syarat Guna
Mencapai Derajat Magister Sains Program Studi Magister Akuntansi
Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta**

**Oleh
LIHAN RINI PUSPO WIJAYA
NIM: S4308019**

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SEBELAS MARET
SURAKARTA**

2010

**IMPLIKASI KEPUTUSAN INVESTASI, KEPUTUSAN
PENDANAAN, DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN**

Disusun oleh:

LIHAN RINI PUSPO WIJAYA

NIM: S4308019

Telah disetujui Pembimbing

Pada tanggal: 6 April 2010

Pembimbing I

Pembimbing II

Dr. Bandi, M.Si., Ak.

NIP. 196411201991031002

Anas Wibawa, S.E., M.Si., Ak.

NIP. 197302152000121001

Mengetahui:

Ketua Program Studi Magister Akuntansi

Dr. Bandi, M.Si., Ak.

NIP. 196411201991031002

**IMPLIKASI KEPUTUSAN INVESTASI, KEPUTUSAN
PENDANAAN, DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN**

Disusun oleh:

LIHAN RINI PUSPO WIJAYA

NIM: S4308019

Telah disetujui Tim Penguji :

Pada Tanggal : 6 Mei 2010

Ketua Tim Penguji	: Dr. Payamta, M.Si., Ak. CPA.
Sekretaris	: Drs. Muhammad Agung Prabowo, M.Si., Ph.D., Ak.
Anggota	: Dr. Bandi, M.Si., Ak.
	Anas Wibawa, S.E., M.Si., Ak.

Direktur PPS UNS

Mengetahui,
Ketua Program Studi Magister Akuntansi

Prof. Drs. Suranto, M.Sc., Ph.D.

Dr. Bandi, M.Si., Ak.

NIP . 195708201985031004

NIP. 196411201991031002

PERNYATAAN

Nama : Lihan Rini Puspo Wijaya

NIM : S4308019

Program Studi : Magister Akuntansi

Konsentrasi : Akuntansi Keuangan

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa tesis berjudul “IMPLIKASI KEPUTUSAN INVESTASI, KEPUTUSAN PENDANAAN, DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN” adalah betul-betul karya saya sendiri. Hal-hal yang bukan karya saya, dalam tesis ini diberi tanda *citasi* dan ditunjukkan dalam daftar pustaka.

Apabila di kemudian hari terbukti pernyataan saya ini tidak benar, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan tesis dan gelar yang saya peroleh atas tesis tersebut.

Surakarta, Mei 2010

Yang menyatakan

Lihan Rini Puspo Wijaya

KATA PENGANTAR

Puji syukur atas kehadiran Allah SWT, penulis panjatkan atas terselesainya proses penyusunan tesis ini. Tesis yang berjudul “Implikasi Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan” disusun dengan tujuan untuk melengkapi tugas-tugas dan memenuhi syarat-syarat guna mencapai derajat Magister Sains Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.

Penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Much. Syamsulhadi, dr., Sp., KJ (K). selaku Rektor Universitas Sebelas Maret.
2. Prof. Drs. Suranto, M.Sc., Ph.D. selaku Direktur Program Pasca Sarjana Universitas Sebelas Maret.
3. Prof. Dr. Bambang Sutopo, M.Com., Ak. selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret.
4. Dr. Bandi, M.Si., Ak. selaku Ketua Program Studi Magister Akuntansi Universitas Sebelas Maret Surakarta dan dosen pembimbing I yang telah membimbing dan mengarahkan selama proses penyusunan tesis.
5. Anas Wibawa, S.E., M.Si., Ak. selaku dosen pembimbing II yang telah membimbing dan mengarahkan selama proses penyusunan tesis.

6. Orang tua tercinta, Hari Mustopo, S.Sos dan Sudarini, S.Pd, yang telah memberikan semangat dan motivasi untuk segera menyelesaikan proses penyusunan tesis.
7. Teman-teman dan berbagai pihak yang telah banyak memberikan bantuan.

Penulis menyadari masih banyak terdapat kekurangan dan kelemahan dalam penulisan tesis ini. Kritik dan saran atas penelitian ini sangat diharapkan untuk memperbaiki penelitian selanjutnya atau sebagai masukan bagi penulis untuk penulisan naskah ilmiah pada periode yang akan datang.

Surakarta, Mei 2010

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN PEMBIMBING	ii
HALAMAN PENGESAHAN PENGUJI	iii
HALAMAN PERNYATAAN	iv
KATA PENGANTAR	v
DAFTAR ISI.....	vii
DAFTAR TABEL.....	ix
DAFTAR GAMBAR	x
DAFTAR LAMPIRAN.....	xi
ABSTRAKSI	xii
ABSTRACT.....	xiii
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang	1
B. Perumusan Masalah.....	4
C. Pembatasan Masalah.....	5
D. Tujuan Penelitian	6
E. Manfaat Penelitian.....	6

BAB II TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS	8
A. Landasan Teori.....	8
B. Hipotesis.....	14
BAB III METODE PENELITIAN	22
A. Metode Penelitian.....	22
B. Cara Pengumpulan Data.....	22
C. Teknik Pengujian.....	23
D. Identifikasi Variabel.....	28
E. Definisi Operasional Variabel	28
BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	32
A. Hasil Pengumpulan Data.....	32
B. Statistik Deskriptif.....	33
C. Analisis dan Pembahasan	34
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....	49
A. Kesimpulan	49
B. Implikasi Penelitian.....	50
C. Keterbatasan dan Saran	53
DAFTAR PUSTAKA	54
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
4. 1. Sampel Penelitian.....	32
4. 2. Statistik Deskriptif	33
4. 3. Hasil Uji Multikolinieritas	35
4. 4. Hasil Uji Multikolinieritas	35
4. 5. Hasil Uji Autokorelasi	37
4. 6. Hasil Uji Heteroskedastisitas	39
4. 7. Hasil Uji Normalitas	41
4. 8. Hasil Analisis Regresi Berganda.....	42
4. 9. Hasil Analisis Regresi Berganda.....	42
4. 10. Hasil Analisis Regresi Berganda.....	43

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
2. 1. Kerangka Pemikiran.....	14
4. 1. Uji Heteroskedastisitas.....	38
4. 2. Uji Normalitas.....	40
4. 3. Uji Normalitas.....	40

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Keuangan dan Rasio Tahun 2006

Lampiran 2 Data Keuangan dan Rasio Tahun 2007

Lampiran 3 Data Keuangan dan Rasio Tahun 2008

Lampiran 4 Data Keuangan dan Rasio Tahun 2009

Lampiran 5 Statistik Deskriptif

Lampiran 6 Uji Multikolinieritas

Lampiran 7 Uji Autokorelasi

Lampiran 8 Uji Heteroskedastisitas

Lampiran 9 Uji Normalitas

Lampiran 10 Uji Hipotesis

BAB I

PENDAHULUAN

1. 1. Latar Belakang

Tujuan perusahaan dalam jangka panjang adalah mengoptimalkan nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya (Fama, 1978; Wright dan Ferris, 1997). Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham merupakan *fair price* yang dapat dijadikan sebagai proksi nilai perusahaan (Hasnawati, 2005a dan 2005b). *Return* saham merupakan pencerminan kemampuan unit bisnis untuk menghasilkan keuntungan dengan menggunakan sumber daya perusahaan secara efisien, sehingga semakin tinggi keuntungan perusahaan, maka nilai perusahaan juga akan semakin tinggi (Wright dan Ferris, 1997).

Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French, 1998). Menurut Hasnawati (2005b), manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran kekayaan pemegang saham. Satu

ilustrasi tentang sebuah proyek baru yang memerlukan pembiayaan atas investasi, pada gilirannya keputusan pendanaan mempengaruhi keputusan dividen, karena laba ditahan yang digunakan dalam pembiayaan internal merupakan dividen yang tidak diterima oleh para pemegang saham.

Investasi modal merupakan salah satu aspek utama dalam keputusan investasi selain penentuan komposisi aktiva. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan investasi harus dievaluasi dan dihubungkan dengan risiko dan hasil yang diharapkan (Hasnawati, 2005a). 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).

Keputusan yang menyangkut investasi akan menentukan sumber dan bentuk dana untuk pembiayaannya. Masalah yang harus dijawab dalam keputusan pendanaan yang dihubungkan dengan sumber dana adalah apakah sumber internal atau 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, 2005a).

Para investor memiliki tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraan dengan mengharapkan pengembalian dalam bentuk dividen maupun *capital gain*, sedangkan perusahaan mengharapkan pertumbuhan secara terus menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya sekaligus memberikan kesejahteraan kepada para pemegang sahamnya, sehingga kebijakan dividen penting untuk

memenuhi harapan pemegang saham terhadap dividen dengan tidak menghambat pertumbuhan perusahaan di sisi lain. Dividen yang diterima pada saat ini akan mempunyai nilai yang lebih tinggi daripada *capital gain* yang akan diterima di masa yang akan datang, sehingga investor yang tidak bersedia berspekulasi akan lebih menyukai dividen daripada *capital gain* (Prihantoro, 2003).

Pengumuman dividen seringkali dianggap memiliki kandungan informasi apabila pasar bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima. Reaksi tersebut dapat dijadikan dasar untuk mengetahui apakah hal ini mendukung *dividend signaling theory* atau *rent extraction hypothesis*. *Dividend signaling theory* menjelaskan bahwa informasi tentang dividen yang dibayarkan digunakan oleh investor sebagai sinyal perusahaan di masa mendatang. Prinsip *signaling* ini mengajarkan bahwa setiap tindakan mengandung informasi. Hal ini disebabkan karena adanya *asymmetric information*. *Asymmetric information* adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak daripada pihak lain (Pramastuti, 2007).

Penelitian yang dilakukan di luar negeri, yaitu oleh Pettit (1972), Aharony dan Swary (1980), membuktikan bahwa dividen mengandung informasi. Penelitian yang memberikan hasil yang berlawanan dilakukan oleh Gonedes (1978), membuktikan bahwa pengumuman dividen tidak mengandung informasi. Penelitian yang dilakukan di Indonesia, yaitu oleh Sujoko (1999), Mulyati (2002), membuktikan bahwa terdapat reaksi positif (negatif) terhadap peningkatan (penurunan) dividen. Penelitian yang memberikan hasil yang berlawanan dilakukan oleh Bukit (2000) dan Raharjo (2000), membuktikan bahwa perubahan dividen tidak mempengaruhi *return* saham.

Meskipun penelitian mengenai pengaruh keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan, namun penelitian-penelitian tersebut memiliki perbedaan. Penelitian Hasnawati (2005a) menggunakan sampel perusahaan publik selain bank dan lembaga keuangan di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2001. Penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006) menggunakan sampel perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2003 dengan tahun 2002 sebagai komparasinya, kecuali perusahaan perbankan, lembaga keuangan lain, dan perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah Republik Indonesia.

Perbedaan periode penelitian Hasnawati (2005a) dengan penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006) tersebut memotivasi peneliti untuk menguji kembali secara empiris apakah keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena penelitian-penelitian tersebut menggunakan periode penelitian selama dua tahun dengan situasi ekonomi yang berbeda, sedangkan dalam penelitian ini, peneliti menggunakan periode penelitian yang lebih panjang, yaitu selama empat tahun (2006-2009) dengan situasi ekonomi yang mengalami krisis global.

1. 2. Perumusan Masalah

Menurut Hasnawati (2005a), fenomena yang terjadi di Bursa Efek Indonesia menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang diproksi melalui nilai pasar saham mengalami perubahan meskipun tidak ada kebijakan keuangan yang dilakukan perusahaan. Nilai perusahaan berubah lebih disebabkan oleh informasi lain seperti

situasi sosial dan politik. Berdasarkan fenomena tersebut, maka menarik untuk diteliti sejauh mana keputusan keuangan mempengaruhi nilai perusahaan di Indonesia, mengingat faktor internal perusahaan merupakan masalah fundamental perusahaan yang penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan masalah di atas, maka dapat ditarik pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?
3. Apakah kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?

1. 3. Pembatasan Masalah

Objek penelitian ini dibatasi kriteria-kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan penelitian adalah perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
2. Perusahaan penelitian adalah perusahaan manufaktur yang membagikan dividen kas selama periode penelitian.
3. Periode penelitian adalah selama 4 tahun, yaitu tahun 2006 – 2009, dengan menggunakan data laporan keuangan.

1. 4. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Membuktikan secara empiris apakah keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
2. Membuktikan secara empiris apakah keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
3. Membuktikan secara empiris apakah kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

1. 5. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat kepada beberapa pihak:

1. Akademisi diharapkan penelitian ini dapat melengkapi penelitian-penelitian sebelumnya serta memberikan informasi dan referensi tambahan mengenai sejauh mana keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan.
2. Investor dan calon investor diharapkan dapat memperoleh gambaran dan tambahan informasi mengenai bagaimana implikasi keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, sehingga dengan adanya informasi ini, maka diharapkan dapat digunakan oleh investor maupun calon investor sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan untuk melakukan aktivitas investasi.

3. Perusahaan diharapkan dapat menggunakan hasil penelitian ini sebagai bahan pertimbangan manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen, sehingga mampu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham sekaligus perusahaan.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2. 1. Landasan Teori

Fungsi manajemen keuangan terkait dengan penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Kombinasi dari ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham (Hasnawati, 2005a).

Investasi adalah mengorbankan aset yang dimiliki sekarang untuk mendapatkan aset pada masa yang akan datang dengan jumlah yang lebih besar. Apabila perusahaan telah mampu memilih dan menentukan dana untuk investasi, maka langkah selanjutnya adalah mencari sumber dana untuk membiayai investasi tersebut. Kegiatan ini disebut keputusan pendanaan (*financing decisions*). Kebijakan pendanaan perlu mengidentifikasi cara mendanai investasi baru, yaitu dengan menggunakan laba ditahan, pinjaman melalui instrumen hutang, atau menerbitkan saham baru. Investor saham mendapatkan keuntungan berupa dividen dan *capital gain*, sehingga kebijakan dividen sangat penting bagi investor maupun perusahaan (Brigham dan Houston, 2001).

Bursa Efek Indonesia (BEI, 2008) menyebutkan bahwa dividen adalah bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham. Dividen berupa dividen kas dan dividen saham. Dividen kas adalah bagian laba dalam bentuk uang

yang dibagikan kepada pemegang saham. Dividen saham adalah bagian laba dalam bentuk saham yang dibagikan kepada pemegang saham. Besarnya dividen tergantung pada kebijakan dividen perusahaan.

Manajer bekerja untuk pemegang saham, maka mereka harus menentukan kebijakan yang dapat meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, kita berasumsi bahwa tujuan utama manajemen adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham atau dapat diartikan memaksimalkan harga saham biasa perusahaan (Brigham dan Houston, 2001).

Manajer membuat keputusan investasi yang berkaitan dengan jenis produk dan jasa yang diproduksi, di samping cara-cara barang dan jasa tersebut diproduksi serta didistribusikan. Manajer juga harus memutuskan bagaimana membiayai perusahaan – bauran utang dan ekuitas apa yang harus digunakan, dan jenis sekuritas utang serta ekuitas khusus apa yang harus diterbitkan, selain itu manajer keuangan harus memutuskan berapa persentase laba saat ini untuk membayar dividen daripada yang ditahan dan diinvestasikan kembali, hal ini disebut keputusan kebijakan dividen (*dividend policy decision*). Setiap keputusan investasi dan pembiayaan tersebut akan mempengaruhi tingkat, penetapan waktu, dan risiko arus kas perusahaan, dan akhirnya harga saham perusahaan, sehingga manajer harus membuat keputusan investasi dan pembiayaan yang dirancang untuk memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2001).

2. 1. 1. Teori Struktur Modal

Salah satu keputusan penting yang harus diambil oleh manajer keuangan adalah bagaimana perusahaan memperoleh modal untuk memenuhi kebutuhan investasinya. Pada tahun 1958, Franco Modigliani dan Merton Miller (MM) menyimpulkan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal. MM membuktikan bahwa jika nilai perusahaan yang menggunakan hutang lebih tinggi daripada nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang, maka investor yang memiliki saham di perusahaan yang dibiayai dengan hutang dapat meningkatkan pendapatannya dengan menjual sahamnya dan menggunakan dana tersebut ditambah dengan hutang untuk membeli saham perusahaan yang tidak memiliki hutang (Sartono, 2001).

Pada tahun 1963, MM mempublikasikan penelitian yang kedua dengan memperhatikan pajak. Nilai perusahaan atau harga saham dipengaruhi oleh struktur modal dengan adanya pajak. Semakin tinggi proporsi hutang yang digunakan, maka akan semakin tinggi harga saham (Sartono, 2001).

Penelitian berikutnya mencoba mengevaluasi model MM dan menyimpulkan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi pada suatu titik tertentu yakni pada struktur modal yang optimal, nilai perusahaan akan mulai menurun dengan semakin besarnya proporsi hutang dalam struktur modalnya, hal ini disebabkan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang menjadi lebih kecil dibandingkan dengan biaya yang muncul atas penggunaan hutang tersebut. Kesimpulannya adalah untuk penggunaan hutang dengan jumlah tertentu memang

lebih baik, tetapi hutang yang begitu besar tidak baik bagi perusahaan, sehingga terdapat *trade off* antara biaya dan manfaat atas penggunaan hutang, oleh karena itu teori ini sering disebut *Trade off Theory* (Sartono, 2001).

Pecking Order Theory pertama kali dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984), menyatakan bahwa perusahaan melakukan keputusan pendanaan secara hierarki dari pendanaan internal dan eksternal, dari pendanaan yang bersumber pada profit, hutang, sampai dengan saham (dimulai dari sumber dana dengan biaya yang termurah).

2. 1. 2. Teori Kebijakan Dividen

a. Dividen Adalah Tidak Relevan

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

tersedia untuk setiap individu terutama yang menyangkut kesempatan investasi (Sartono, 2001).

b. Teori *Bird in The Hand*

Gordon-Lintner beranggapan bahwa investor memandang satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara, yang berarti bahwa kemungkinan *capital gain* yang diharapkan lebih besar risikonya dibandingkan dengan *dividend yield* yang pasti, sehingga investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk setiap pengurangan *dividend yield* (Sartono, 2001).

c. Teori *Tax Differential*

Apabila dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividend yield* yang tinggi, sehingga perusahaan lebih baik menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimumkan nilai perusahaan (Sartono, 2001).

2. 1. 3. Teori Agen

Tujuan perusahaan adalah memaksimumkan kemakmuran pemegang saham yang diterjemahkan sebagai memaksimumkan harga saham, tetapi dalam kenyataannya tidak jarang manajer memiliki tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Manajer diangkat oleh pemegang saham, maka idealnya

mereka bertindak *on the best of interest of stockholders*, tetapi dalam praktek sering terjadi konflik yang sering disebut dengan *agency problem*. *Agency problem* biasanya terjadi antara manajer dan pemegang saham atau antara *debtholders* dan *stockholders* (Sartono, 2001).

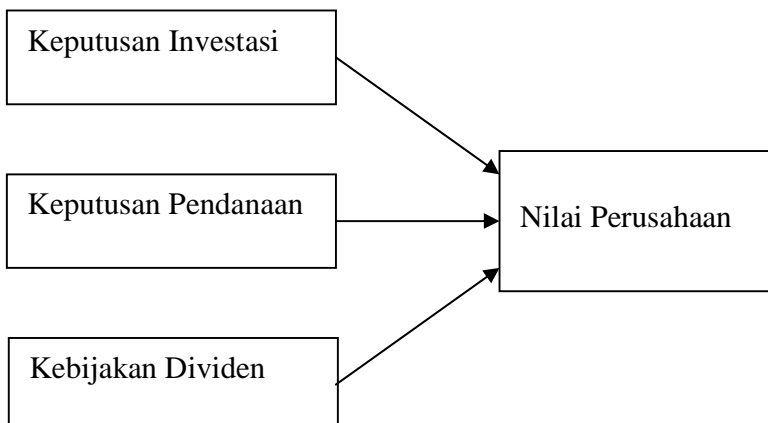
Agency problem potensial terjadi dalam perusahaan yang manajernya memiliki kurang dari seratus persen saham perusahaan. Pemilik sekaligus manajer pada perusahaan perseorangan selalu bertindak memaksimalkan kemakmuran mereka dan meminimumkan pengeluaran yang tidak diperlukan, tetapi apabila pemilik perusahaan menjual sebagian saham kepada investor lain, maka muncul *agency problem*. *Agency problem* pada perusahaan besar sangat potensial terjadi karena proporsi kepemilikan perusahaan oleh manajer relatif kecil, sehingga manajer bukan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham tetapi memperbesar skala perusahaan dengan cara ekspansi atau membeli perusahaan lain (Sartono, 2001).

2. 1. 4. Teori Informasi Asimetrik

Apabila seorang manajer mengetahui prospek perusahaan lebih baik dari analis atau investor, maka muncul apa yang disebut dengan *asymmetric information*. *Asymmetric information* dapat terjadi di antara dua kondisi yang ekstrem yaitu perbedaan informasi yang kecil sehingga tidak mempengaruhi manajemen, atau perbedaan yang sangat signifikan sehingga sangat mempengaruhi manajemen dan harga saham. Dampak potensial *asymmetric information* adalah munculnya kegagalan pasar (Sartono, 2001).

Dari penjelasan tersebut, maka dapat dibuat kaitan antara keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan kerangka pemikiran pada gambar 2. 1 sebagai berikut:

Kerangka pemikiran:



Gambar 2. 1

2. 2. Hipotesis

2. 2. 1. Keputusan Investasi

Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006), nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*).

Nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi (Fama 1978). Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi penting, karena

untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Jenis pengeluaran modal memiliki pengaruh besar terhadap nilai perusahaan karena informasi tersebut membawa informasi tentang pertumbuhan pendapatan yang diharapkan di masa yang akan datang (Hasnawati, 2005b).

Myers (1977) memperkenalkan IOS pada studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi. IOS memberikan petunjuk yang lebih luas dengan nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang, sehingga prospek perusahaan dapat ditaksir dari *Investment Opportunity Set* (IOS). IOS didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value* positif.

Keputusan investasi melalui *divestment* berpengaruh terhadap nilai perusahaan di Afrika Selatan (Wright dan Ferris, 1997). Hasnawati (2005b) menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25%, sedangkan sisanya sebesar 87,75% dipengaruhi oleh faktor lain seperti keputusan pendanaan, kebijakan dividen, faktor eksternal perusahaan seperti: tingkat inflasi, kurs mata uang, pertumbuhan ekonomi, politik, dan *psychology* pasar. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H_{A1}: Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2. 2. 2. Keputusan Pendanaan

Menurut Brigham dan Houston (2001), peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar. Terdapat dua pandangan mengenai keputusan pendanaan. Pandangan pertama dikenal dengan pandangan tradisional yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Pandangan tradisional diwakili oleh dua teori yaitu *Trade off Theory* dan *Pecking Order Theory*. Pandangan kedua dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Masulis (1980) melakukan penelitian dalam kaitannya dengan relevansi keputusan pendanaan, menemukan bahwa terdapat kenaikan *abnormal returns* sehari sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan proporsi hutang, sebaliknya terdapat penurunan *abnormal returns* pada saat perusahaan mengumumkan penurunan proporsi hutang. Masulis (1980) juga menemukan bahwa harga saham perusahaan naik apabila diumumkan akan diterbitkan pinjaman yang digunakan untuk membeli kembali saham perusahaan tersebut.

Fama dan French (1998) menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari *leverage* memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Hasnawati (2005a) menemukan bahwa keputusan pendanaan mempengaruhi nilai perusahaan secara

positif sebesar 16%. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H_{A2} : Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2. 2. 3. Kebijakan Dividen

Manajemen memiliki dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih (laba) setelah pajak, yaitu laba tersebut akan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan atau akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Para pemegang saham biasanya menginginkan laba tersebut dibagikan dalam bentuk dividen, sedangkan manajer menginginkan laba tersebut diinvestasikan kembali. Apabila manajer menggunakan laba tersebut untuk berinvestasi pada proyek yang tidak menguntungkan, maka akan menimbulkan kerugian bagi perusahaan. Apabila perusahaan mengalami kerugian, maka nilai perusahaan akan turun dan kinerja perusahaan menjadi semakin buruk, sehingga banyak perusahaan yang memilih menggunakan laba bersih perusahaan untuk dibayarkan sebagai dividen karena penurunan nilai perusahaan melalui investasi yang tidak menguntungkan yang dilakukan manajer dapat dihindari (Pramastuti, 2007).

Pettit (1972) menyatakan bahwa peningkatan pembayaran dividen sering ditafsirkan sebagai keyakinan manajemen akan membaiknya prospek dan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Pettit (1972) juga melakukan uji pengaruh pengumuman dividen terhadap harga saham di sekitar tanggal pengumuman dividen. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa harga saham secara cepat menyesuaikan

pengumuman dividen. Penelitian menyimpulkan bahwa pengumuman dividen merupakan informasi yang substansial bagi investor.

Aharoni dan Swary (1980) melakukan pengujian mengenai pengaruh pengumuman dividen dan *earnings* terkait dengan perilaku saham. Mereka menggunakan data pengumuman dividen yang didahului maupun yang diikuti oleh pengumuman *earnings* dalam jangka waktu 11 hari. Penelitian menunjukkan bahwa pengumuman dividen memberikan informasi yang lebih bermanfaat daripada pengumuman *earnings*. Hal ini bisa dilihat dari reaksi pasar yang positif terhadap kenaikan dividen dan reaksi pasar yang negatif terhadap penurunan dividen.

Sujoko (1999) menggunakan sampel 150 perusahaan dan membaginya ke dalam 4 kelompok, yaitu perusahaan yang mengalami kenaikan dividen, perusahaan yang mengalami kenaikan dividen secara konsisten, perusahaan yang mengalami kenaikan dividen dan perusahaan yang bertumbuh, serta perusahaan yang mengalami kenaikan dividen dan perusahaan yang tidak bertumbuh. Hasil akhir menunjukkan bahwa pengumuman dividen membawa reaksi positif ke pasar. Hal ini berarti investor di BEI menggunakan informasi pengumuman dividen sebagai alat untuk mengambil keputusan.

Menurut Hatta (2002), terdapat sejumlah perdebatan mengenai bagaimana kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan. Pendapat pertama menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan, yang disebut dengan teori irrelevansi dividen. Pendapat kedua menyatakan bahwa dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan, yang disebut dengan *Bird in The Hand Theory*.

Pendapat ketiga menyatakan bahwa semakin tinggi *dividend payout ratio* suatu perusahaan, maka nilai perusahaan tersebut akan semakin rendah.

Dividend signaling theory pertama kali dicetuskan oleh Bhattacharya (1979). *Dividend signaling theory* mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan *cash dividend* mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang. Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya *asymmetric information* antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan. Apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai sinyal positif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Sebaliknya, jika terjadi penurunan dividen akan dianggap sebagai sinyal negatif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang tidak begitu baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif.

Menurut Rozeff (1982), dividen mengandung informasi atau sebagai isyarat akan prospek perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, dapat diartikan oleh investor sebagai sinyal harapan manajemen tentang membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Rozeff (1982) juga menunjukkan bahwa semakin banyak dividen yang ingin dibayarkan oleh perusahaan, semakin besar kemungkinan berkurangnya laba ditahan, sehingga perusahaan harus mencari biaya eksternal untuk melakukan investasi baru. Akibatnya, pembayaran dividen

menjadi mahal karena meningkatnya kebutuhan untuk menambah modal eksternal yang lebih mahal.

Teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa dividen akan mengurangi konflik antara *agents* dan *principals*. Menurut Rozeff (1982), dividen dapat digunakan untuk mengurangi *equity agency cost*.

Menurut Pramastuti (2007), jika manajemen memutuskan untuk membagi dividen, ia harus memiliki keyakinan bahwa perusahaannya akan memiliki profitabilitas yang baik di masa yang akan datang. Dari sudut pandang investor, salah satu indikator penting untuk menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang adalah dengan melihat dividen yang dibayarkan. Jika perusahaan bisa memperoleh laba yang semakin besar, maka secara teoretis perusahaan akan mampu membagikan dividen yang makin besar. Dengan membagikan dividen yang besar, maka akan menarik para investor untuk berinvestasi karena mereka melihat bahwa perusahaan tersebut memiliki laba yang cukup untuk membayar tingkat keuntungan yang disyaratkannya. Hal tersebut menjadi indikator bahwa masa depan perusahaan cukup menjanjikan, dengan kata lain, profitabilitas perusahaan akan semakin membaik di masa depan. Menurut Lintner (1956), kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan indikator utama kemampuan perusahaan untuk membayar dividen, sehingga profitabilitas sebagai faktor penentu terpenting terhadap dividen.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Subekti dan Kusuma (2001) menemukan bahwa pembayaran dividen tidak mempengaruhi perubahan harga saham. Pujiono (2002) menemukan bahwa dividen untuk sampel data Indonesia berpengaruh positif

terhadap harga saham pada waktu *ex-dividend day*, tetapi dividen untuk sampel data Singapura berpengaruh negatif terhadap harga saham pada waktu *ex-dividend day*. Laitupa (2008) menemukan bahwa jumlah dividen yang dibagikan berpengaruh secara positif pada harga saham pada waktu *ex-dividend day*. Setiawan dan Hartono (2003) melakukan pengujian terhadap ketepatan reaksi pasar dan menunjukkan pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman dividen meningkat yang dilakukan oleh perusahaan bertumbuh dan justru memberikan reaksi positif terhadap pengumuman dividen meningkat oleh perusahaan tidak bertumbuh. Setiawan dan Subekti (2005) menemukan bahwa investor bereaksi positif dan signifikan terhadap pengumuman dividen meningkat, baik oleh perusahaan bertumbuh maupun perusahaan tidak bertumbuh.

Fama dan French (1998) menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari kebijakan dividen memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Hasnawati (2005a) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H_{A3}: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

BAB III

METODE PENELITIAN

3. 1. Metode Penelitian

Populasi penelitian ini adalah sebanyak 547 perusahaan yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel penelitian ini diperoleh dengan metode *purposive sampling*, dengan kriteria perusahaan manufaktur yang membagikan dividen kas dan periode penelitian adalah selama 4 tahun, yaitu tahun 2006 – 2009 dengan menggunakan data laporan keuangan, sehingga jumlah anggota sampel penelitian selama tahun 2006 - 2009 adalah sebanyak 184 perusahaan, tetapi terdapat 54 perusahaan dengan data *outlier*, sehingga jumlah anggota sampel penelitian selama tahun 2006 - 2009 menjadi sebanyak 130 perusahaan. Alasan mengapa perusahaan manufaktur dipilih sebagai sampel dalam penelitian ini adalah karena industri-industri dengan regulasi yang tinggi seperti *public utilities* atau bank akan mempunyai *debt equity ratio* tinggi yang se-ekuivalen dengan tingginya risiko yang melekat pada industri yang bersangkutan daripada *non regulated firms* (Jensen dan Meckling, 1976).

3. 2. Cara Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa data laporan keuangan yang diperoleh dari berbagai macam literatur atau referensi lain agar diperoleh landasan teori yang cukup dalam penelitian ini.

3.3. Teknik Pengujian

3.3.1. Uji Data

Beberapa pengujian data dalam penelitian ini adalah pengujian terhadap empat asumsi klasik, yaitu: multikolinieritas, autokorelasi, heteroskedastisitas, dan normalitas. Semua pengujian akan diolah dengan menggunakan komputer program *Statistical Package for Social Science (SPSS)*.

a. Uji Multikolinieritas

Pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Cara untuk mendeteksi adanya multikolinieritas adalah dengan melihat nilai *tolerance* dan nilai *Variance Inflation Factor (VIF)*. Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen mana yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Nilai *tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Nilai *cut off* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai *tolerance* $< 0,10$ atau sama dengan nilai *VIF* > 10 . Multikolinieritas juga dapat dideteksi dengan menganalisis matriks korelasi variabel independen. Apabila antar variabel independen terdapat korelasi yang cukup tinggi (umumnya di atas 0,90), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinieritas (Ghozali, 2005).

b. Uji Autokorelasi

Pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya ($t-1$).

Cara untuk mendeteksi adanya autokorelasi adalah dengan menggunakan uji Lagrange Multiplier (*LM test*) yang akan menghasilkan statistik Breusch-Godfrey. Uji LM digunakan untuk sampel besar di atas 100 observasi dan lebih tepat digunakan dibandingkan uji Durbin-Watson (Ghozali, 2005).

c. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Cara untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas adalah dengan melihat grafik scatterplot. Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual ($Y \text{ prediksi} - Y \text{ sesungguhnya}$) yang telah di-*studentized*. Dasar analisis grafik scatterplot adalah jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Jika tidak ada pola yang jelas dan titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Heteroskedastisitas juga dapat dideteksi dengan menggunakan uji Park (Ghozali, 2005).

d. Uji Normalitas

Pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah variabel pengganggu atau residual dalam model regresi memiliki distribusi normal. Cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak adalah dengan menggunakan

analisis grafik dan uji statistik. Normalitas dapat dideteksi dengan melihat grafik histogram dari residualnya atau dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik normal plot. Dasar analisis grafik histogram dan grafik normal plot adalah jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal pada grafik normal plot atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Jika data menyebar jauh dari diagonal dan/atau tidak mengikuti arah garis diagonal pada grafik normal plot atau grafik histogram tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas. Normalitas juga dapat dideteksi dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov (Ghozali, 2005).

3.3.2. Uji Hipotesis

Uji hipotesis dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan analisis regresi berganda. Pengujian ini dilakukan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih dan menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen.

a. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan sebuah model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara 0 - 1. Nilai yang semakin mendekati 1 berarti variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk

memprediksi variabel dependen. Koefisien determinasi bias terhadap jumlah variabel independen dalam model regresi, sehingga banyak peneliti menganjurkan menggunakan *adjusted R²* pada saat mengevaluasi mana model regresi terbaik (Ghozali, 2005).

b. Nilai F

Apabila nilai F hitung hasil regresi < nilai F tabel, maka H_0 tidak ditolak. Tetapi apabila nilai F hitung hasil regresi > nilai F tabel, maka H_A diterima (Ghozali, 2005). Nilai F dalam penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 5%.

c. Nilai t

Apabila nilai t hitung hasil regresi < nilai t tabel, maka H_0 tidak ditolak. Tetapi apabila nilai t hitung hasil regresi > nilai t tabel, maka H_A diterima (Ghozali, 2005). Nilai t dalam penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 5%.

Langkah-langkah analisis regresi berganda:

1. Merumuskan H_0 dan H_A

H_{01} : Keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, atau

$$H_{01}: \alpha_1 = 0,$$

H_{02} : Keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, atau

$$H_{02}: \alpha_2 = 0,$$

H_{03} : Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, atau

$$H_{03} : \alpha_3 = 0.$$

H_{A1} : Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan, atau

$H_{A1} : \alpha_1 \neq 0$,

H_{A2} : Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, atau

$H_{A2} : \alpha_2 \neq 0$,

H_{A3} : Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan, atau

$H_{A3} : \alpha_3 \neq 0$.

2. Melakukan tes statistik dengan model:

$$Y = \alpha_0 + \alpha_1 KI + \alpha_2 KP + \alpha_3 KD + \varepsilon$$

Notasi:

Y : Nilai perusahaan,

α_0 : *Intercept*,

$\alpha_1 KI$: Keputusan Investasi,

$\alpha_2 KP$: Keputusan Pendanaan,

$\alpha_3 KD$: Kebijakan Dividen, dan

ε : *Error term*.

3. Kesimpulan dari hasil hitungan.

H_0 ditolak dan H_A diterima apabila tingkat signifikansi $< 0,05$ atau H_0 tidak

ditolak dan H_A tidak diterima apabila tingkat signifikansi $> 0,05$.

3. 4. Identifikasi Variabel

Variabel independen penelitian ini adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Variabel dependen penelitian ini adalah nilai perusahaan.

3. 5. Definisi Operasional Variabel

3. 5. 1. Keputusan Investasi

Keputusan investasi didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value* positif (Myers, 1977). IOS tidak dapat diobservasi secara langsung (laten), sehingga dalam perhitungannya menggunakan proksi (Kallapur dan Trombley, 1999). Proksi IOS yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Price Earning Ratio* (PER). Menurut Brigham dan Houston (2001), PER menunjukkan perbandingan antara *closing price* dengan laba per lembar saham (*earning per share*). Harga saham menggunakan *closing price*, sedangkan *Earning Per Share* (EPS) menggunakan perbandingan antara laba bersih dengan jumlah saham. Bursa Efek Indonesia (BEI, 2008) menyebutkan bahwa EPS menggambarkan jumlah laba yang dihasilkan perusahaan untuk setiap saham yang diterbitkan oleh perusahaan. PER digunakan dalam penelitian ini karena menggambarkan apresiasi pasar terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Semakin kecil PER, maka semakin baik karena berarti saham tersebut relatif murah bagi investor. Sebaliknya,

semakin besar PER, maka semakin buruk karena berarti saham tersebut relatif mahal bagi investor. PER dihitung dalam satuan kali.

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

3. 5. 2. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan didefinisikan sebagai keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan (Hasnawati, 2005a). Keputusan pendanaan dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas (Brigham dan Houston, 2001). Bursa Efek Indonesia (BEI, 2008) menyebutkan bahwa DER sering disebut dengan istilah rasio *leverage* karena menggambarkan struktur modal yang dimiliki perusahaan, sehingga dengan menggunakan DER dalam penelitian ini dapat dilihat struktur risiko tidak terlunasinya hutang. Semakin kecil DER, maka semakin baik, sebaliknya, semakin besar DER, maka semakin buruk karena risiko tidak terlunasinya hutang semakin besar.

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

3. 5. 3. Kebijakan Dividen

Keputusan kebijakan dividen adalah keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Kebijakan dividen dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui *Dividend Payout Ratio* (DPR). Menurut Brigham dan Gapenski (1996), rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas. DPR merupakan perbandingan antara dividen per lembar saham (DPS) dengan laba per lembar saham (EPS). DPS menggambarkan jumlah dividen yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham untuk setiap saham yang diterbitkan oleh perusahaan. DPR digunakan dalam penelitian ini untuk menggambarkan kesejahteraan para pemegang saham karena DPR akan mempengaruhi harga saham perusahaan. Menurut Faisal (2008), DPR menjelaskan berapa besar porsi dividen dari *net income* perusahaan. Apabila DPR makin besar, maka investor bisa berharap banyak bahwa dividen yang dibagikan relatif makin besar pula dari *net income*, artinya perusahaan memang mengalokasikan keuntungannya saat itu untuk para pemegang sahamnya, sebaliknya apabila DPR makin kecil, artinya perusahaan mengalokasikan sebagian besar laba bersihnya untuk berinvestasi lagi atau memenuhi keperluan perusahaan yang lain.

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

3. 5. 4. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat (Hasnawati, 2005a dan 2005b). Nilai perusahaan dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui *Price Book Value* (PBV). PBV mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham dan Houston, 2001). Bursa Efek Indonesia (BEI, 2008) menyebutkan bahwa rasio ini merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku saham (*book value*). *Book Value* (BV) merupakan perbandingan antara total ekuitas dengan jumlah saham yang diterbitkan oleh perusahaan. PBV digunakan dalam penelitian ini karena menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Semakin tinggi PBV, maka semakin baik karena berarti pasar percaya akan prospek perusahaan. Sebaliknya, semakin rendah PBV, maka semakin buruk karena berarti pasar tidak percaya akan prospek perusahaan.

$$\text{PBV} = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{BV}}$$

BAB IV
ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4. 1. Hasil Pengumpulan Data

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan secara empiris apakah keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya pada objek penelitian, diperoleh sampel penelitian dengan rincian sebagai berikut:

Tabel 4. 1
Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah
Perusahaan manufaktur tahun 2006	136
Perusahaan manufaktur tahun 2007	139
Perusahaan manufaktur tahun 2008	138
Perusahaan manufaktur tahun 2009	134
Total perusahaan manufaktur tahun 2006 – 2009	547
Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen kas tahun 2006	52
Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen kas tahun 2007	42
Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen kas tahun 2008	47
Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen kas tahun 2009	43
Total perusahaan manufaktur yang membagikan dividen kas tahun 2006 – 2009	184
Perusahaan dengan data <i>outlier</i>	54
Total sampel penelitian	130

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Tabel di atas menunjukkan bahwa jumlah anggota sampel penelitian selama tahun 2006 - 2009 adalah sebanyak 184 perusahaan, tetapi terdapat 54 perusahaan dengan data *outlier*, sehingga jumlah anggota sampel penelitian selama tahun 2006 - 2009 menjadi sebanyak 130 perusahaan. Data penelitian ini diperoleh dari laporan keuangan yang dipublikasikan melalui *website* resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan www.yahooofinance.com.

4. 2. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan pengujian statistik yang bertujuan untuk melihat distribusi data dari variabel yang digunakan dalam penelitian. Statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 2
Statistik Deskriptif

	Mean	Standar Deviasi	N
PBV	1,2630	0,75433	130
PER	11,6970	14,06105	130
DER	0,7886	0,56952	130
DPR	0,3410	0,54744	130

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Keterangan:

PER : Keputusan investasi,

DER : Keputusan pendanaan,

DPR : Kebijakan dividen, dan

PBV : Nilai perusahaan.

Hasil uji statistik deskriptif menunjukkan bahwa variabel keputusan investasi memiliki nilai rata-rata sebesar 11,6970 dengan standar deviasi sebesar 14,06105. Variabel keputusan pendanaan memiliki nilai rata-rata sebesar 0,7886 dengan standar deviasi sebesar 0,56952. Variabel kebijakan dividen memiliki nilai rata-rata sebesar 0,3410 dengan standar deviasi sebesar 0,54744. Variabel nilai perusahaan memiliki nilai rata-rata sebesar 1,2630 dengan standar deviasi sebesar 0,75433.

4. 3. Analisis dan Pembahasan

4. 3. 1. Uji Data

a. Uji Multikolinieritas

Pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Cara untuk mendeteksi adanya multikolinieritas adalah dengan melihat nilai *tolerance* dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) (Ghozali, 2005). Hasil uji multikolinieritas dengan menggunakan nilai *tolerance* dan nilai VIF dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 3

Hasil Uji Multikolinieritas

Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
(Constant)	0,736	0,115		6,375	0,000		
PER	0,120E-02	0,005	0,209	2,487	0,014	0,904	1,106
DER	0,379	0,107	0,286	3,540	0,001	0,975	1,026
DPR	0,284	0,115	0,206	2,461	0,015	0,911	1,098

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Hasil uji multikolinieritas menunjukkan bahwa semua variabel dalam penelitian ini memiliki nilai *tolerance* > 0,10 dan semua variabel memiliki nilai VIF < 10, jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi yang digunakan dalam penelitian ini. Multikolinieritas juga dapat dideteksi dengan menganalisis matriks korelasi variabel independen (Ghozali, 2005). Hasil uji multikolinieritas dengan menggunakan koefisien korelasi dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 4

Hasil Uji Multikolinieritas

Model		DPR	DER	PER
Correlations	DPR	1,000	0,111	-0,290
	DER	0,111	1,000	-0,141
	PER	-0,290	-0,141	1,000
Covariances	DPR	1,328E-02	1,368E-03	-1,50E-04
	DER	1,368E-03	1,147E-02	-6,80E-05
	PER	-1,50E-04	-6,680E-05	2,029E-05

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Variabel keputusan investasi memiliki koefisien korelasi sebesar -0,141 dengan variabel keputusan pendanaan. Variabel keputusan investasi memiliki koefisien korelasi sebesar -0,290 dengan variabel kebijakan dividen. Variabel keputusan pendanaan memiliki koefisien korelasi sebesar 0,111 dengan variabel kebijakan dividen. Hasil koefisien korelasi tersebut menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki korelasi tinggi karena semua koefisien korelasi di bawah 0,90, jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi yang digunakan dalam penelitian ini. Hasil ini konsisten dengan hasil uji multikolinieritas yang menggunakan nilai *tolerance* dan nilai VIF.

b. Uji Autokorelasi

Pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya ($t-1$). Cara untuk mendeteksi adanya autokorelasi adalah dengan menggunakan uji Lagrange Multiplier (*LM test*) yang akan menghasilkan statistik Breusch-Godfrey. Uji LM digunakan untuk sampel besar di atas 100 observasi dan lebih tepat digunakan dibandingkan uji Durbin-Watson (Ghozali, 2005). Hasil uji autokorelasi dengan menggunakan uji LM dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 5
 Hasil Uji Autokorelasi

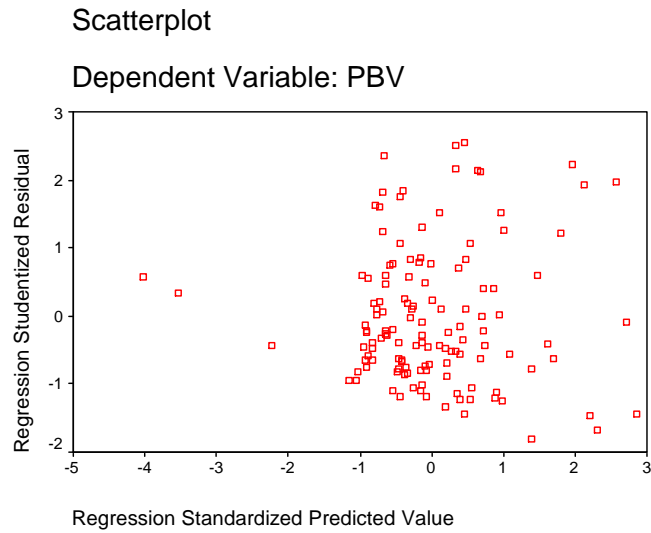
Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	-0,575	0,126		-4,560	0,000
PER	1,007E-02	0,005	0,203	2,221	0,028
DER	-0,195	0,109	-0,158	-1,784	0,077
DPR	-0,184	0,116	-0,145	-1,585	0,115
RES_2	6,476E-02	0,088	0,065	0,738	0,462

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil uji autokorelasi menunjukkan bahwa koefisien parameter untuk residual (RES_2) memberikan probabilitas tidak signifikan, yaitu 0,462, jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi dalam model regresi yang digunakan dalam penelitian ini.

c. Uji Heterokedastisitas

Pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Cara untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas adalah dengan melihat grafik scatterplot (Ghozali, 2005). Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik scatterplot dapat dilihat pada gambar berikut:



Sumber : Hasil Pengolahan Data

Gambar 4. 1

Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik scatterplot menunjukkan bahwa titik-titik menyebar secara acak dan tersebar baik di atas maupun dibawa angka nol pada sumbu Y, jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi yang digunakan dalam penelitian ini. Heteroskedastisitas juga dapat dideteksi dengan menggunakan uji Park (Ghozali, 2005). Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Park dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 6
 Hasil Uji Heteroskedastisitas

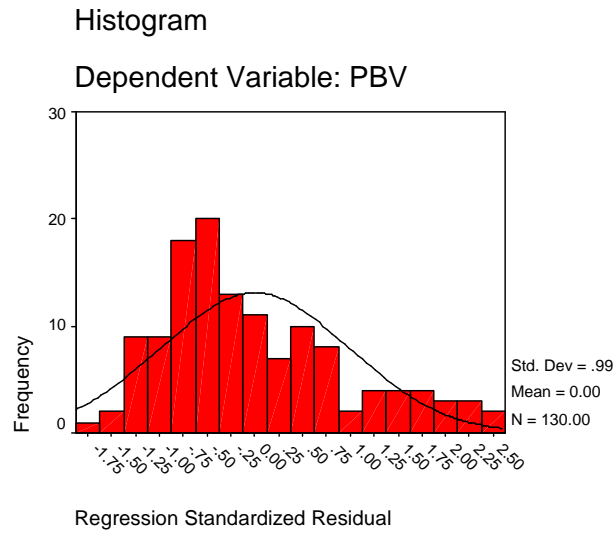
Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	-0,942	0,319		-2,948	0,004
PER	-1,88E-02	0,012	-0,139	-1,509	0,134
DER	0,277	0,296	0,083	0,936	0,351
DPR	0,456	0,319	0,132	1,431	0,155

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Park menunjukkan bahwa koefisien parameter untuk variabel independen tidak ada yang signifikan, jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi yang digunakan dalam penelitian ini. Hasil ini konsisten dengan hasil uji heteroskedastisitas yang menggunakan grafik scatterplot.

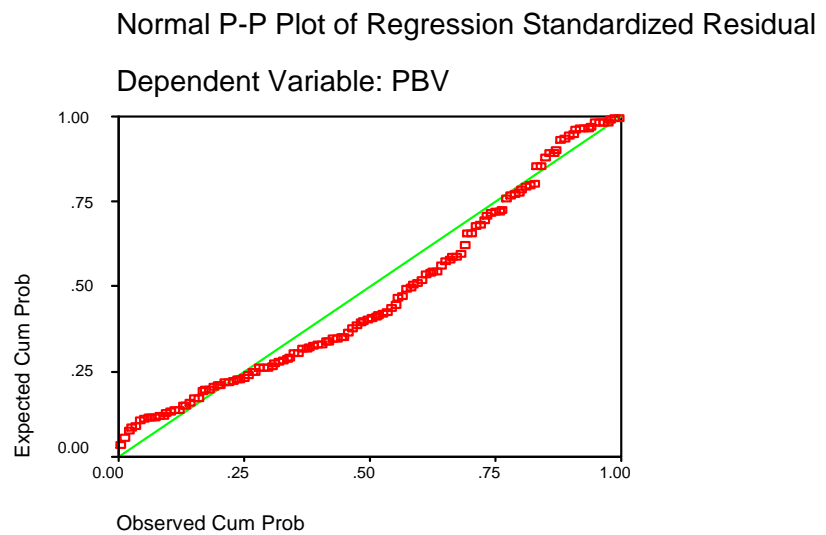
d. Uji Normalitas

Pengujian ini dilakukan untuk melihat apakah variabel pengganggu atau residual dalam model regresi memiliki distribusi normal. Cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak adalah dengan analisis grafik. Analisis grafik dilakukan dengan menggunakan grafik histogram dan grafik normal plot (Ghozali, 2005). Hasil uji normalitas dengan menggunakan grafik histogram dan grafik normal plot dapat dilihat pada gambar berikut:



Sumber : Hasil Pengolahan Data

Gambar 4. 2



Sumber : Hasil Pengolahan Data

Gambar 4. 3

Hasil uji normalitas dengan menggunakan grafik histogram maupun grafik normal plot menunjukkan bahwa grafik histogram memberikan pola distribusi yang tidak menceng (*skewness*) dan normal. Sedangkan pada grafik normal plot terlihat titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal, serta penyebarannya tidak menjauh dari garis diagonal, sehingga kedua grafik ini menunjukkan bahwa model regresi sesuai dengan asumsi normalitas. Normalitas juga dapat dideteksi dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov (Ghozali, 2005). Hasil uji normalitas dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 7
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		130
Normal Parameters	Mean	-0,7234775
	Std. Deviation	0,69947809
Most Extreme Differences	Absolute	0,093
	Positive	0,093
	Negative	-0,054
Kolmogorov-Smirnov Z		1,062
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,209

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Uji normalitas dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov menunjukkan nilai Kolmogorov-Smirnov sebesar 1,062 dan probabilitas yang tidak signifikan, yaitu 0,209, jadi dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan

dalam penelitian ini sesuai dengan asumsi normalitas. Hasil ini konsisten dengan hasil uji normalitas dengan menggunakan analisis grafik.

4.3.2. Uji Hipotesis

a. Koefisien Determinasi

Hasil analisis regresi berganda dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 8
Hasil Analisis Regresi Berganda

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,444	0,197	0,178	0,68401

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil analisis regresi berganda menunjukkan nilai *adjusted R²* sebesar 0,178 atau 17,8%. Hasil ini menunjukkan bahwa 17,8% perubahan nilai perusahaan dipengaruhi oleh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen, sedangkan sisanya, yaitu 82,2% dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian.

b. Nilai F

Hasil analisis regresi berganda dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 9
Hasil Analisis Regresi Berganda

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	14,452	3	4,817	10,297	0,000
Residual	58,951	126	0,468		
Total	73,404	129			

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Nilai F regresi digunakan untuk mengetahui pengaruh secara simultan variabel independen terhadap variabel dependen. Nilai F menunjukkan nilai sebesar 10,297 dengan signifikansi sebesar 0.000. Nilai F memberikan hasil yang signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen berpengaruh secara simultan terhadap nilai perusahaan.

Uji hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda. Langkah-langkah yang dilakukan dalam analisis regresi berganda adalah: merumuskan H_0 dan H_A , menentukan tingkat signifikansi pada $\alpha = 0,05$, dan menentukan daerah penolakan H_0 dan daerah penerimaan H_A . H_0 ditolak dan H_A diterima apabila tingkat signifikansi $< 0,05$ atau H_0 tidak ditolak dan H_A tidak diterima apabila tingkat signifikansi $> 0,05$. Hasil pengolahan data dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. 10

Hasil Analisis Regresi Berganda

Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	0,736	0,115		6,375	0,000
PER	1,120E-02	0,005	0,209	2,487	0,014
DER	0,379	0,107	0,286	3,540	0,001
DPR	0,284	0,115	0,206	2,461	0,015

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hipotesis 1

Untuk mengetahui apakah keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{A1} : Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Dengan menggunakan analisis regresi pada tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$, berarti kriteria pengujiannya adalah sebagai berikut:

H_{01} ditolak dan H_{A1} diterima apabila tingkat signifikansi $< 0,05$ atau H_{01} tidak ditolak dan H_{A1} tidak diterima apabila tingkat signifikansi $> 0,05$. Hasil pengolahan data ditunjukkan pada tabel 4.10. Hasil analisis regresi menunjukkan tingkat signifikansi keputusan investasi berada pada angka 0,014. Nilai tersebut lebih kecil dari nilai yang ditetapkan, yaitu $\alpha = 0,05$, maka H_{A1} diterima. Keputusan investasi memiliki beta koefisien positif sebesar 0,209 terhadap nilai perusahaan, sehingga apabila keputusan investasi naik sebesar satu satuan, maka nilai perusahaan juga akan naik sebesar 0,209 satuan.

Implikasi kesimpulan tersebut adalah bahwa nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang investasi dan pengeluaran *discretionary* di masa yang akan datang (Myers, 1977; Myeong dan Hyeon, 1998). Efek langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi itu sendiri melalui pemilihan proyek atau kebijakan lainnya seperti menciptakan produk baru, penggantian mesin yang lebih efisien, pengembangan *research* dan *development* (Myers, 1977; Wright dan Ferris, 1997). Pengeluaran modal perusahaan (*capital expenditure*) sangat

penting untuk meningkatkan nilai perusahaan karena jenis investasi tersebut memberikan sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang dan mampu meningkatkan nilai pasar perusahaan yang diprosikan melalui *return* saham (Fama dan French, 1998).

Hasil penelitian ini mendukung beberapa penelitian sebelumnya, yaitu penelitian Wright dan Ferris (1997) yang menemukan bahwa keputusan investasi melalui *divestment* berpengaruh terhadap nilai perusahaan di Afrika Selatan. Hasnawati (2005b) menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25%, sisanya dipengaruhi oleh faktor lain seperti keputusan pendanaan, kebijakan dividen, faktor eksternal perusahaan seperti: tingkat inflasi, kurs mata uang, pertumbuhan ekonomi, politik, dan *psychology* pasar.

Hipotesis 2

Untuk mengetahui apakah keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{A2}: Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Dengan menggunakan analisis regresi pada tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$, berarti kriteria pengujiannya adalah sebagai berikut:

H₀₂ ditolak dan H_{A2} diterima apabila tingkat signifikansi $< 0,05$ atau H₀₂ tidak ditolak dan H_{A2} tidak diterima apabila tingkat signifikansi $> 0,05$. Hasil pengolahan data ditunjukkan pada tabel 4.10. Hasil analisis regresi menunjukkan tingkat signifikansi keputusan pendanaan berada pada angka 0,001. Nilai tersebut lebih kecil dari nilai yang ditetapkan, yaitu $\alpha = 0,05$, maka H_{A2} diterima. Keputusan pendanaan memiliki

beta koefisien positif sebesar 0,286 terhadap nilai perusahaan, sehingga apabila keputusan pendanaan naik sebesar satu satuan, maka nilai perusahaan juga akan naik sebesar 0,286 satuan.

Apabila pendanaan didanai melalui hutang, maka peningkatan nilai perusahaan terjadi akibat efek *tax deductible*, yaitu perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberikan manfaat bagi pemegang saham. Apabila peningkatan pendanaan perusahaan melalui laba ditahan atau penerbitan saham baru, maka risiko keuangan perusahaan semakin kecil (De Angelo dan Masulis, 1980; Masulis, 1980). Fakta yang terjadi di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian tahun 2001 adalah bahwa pendanaan perusahaan meningkat dengan penambahan hutang (Hasnawati, 2005a). Sesuai dengan *signaling theory*, nilai perusahaan meningkat pada hari pengumuman dan sehari setelah pengumuman perusahaan-perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutangnya (Masulis, 1980). Peningkatan hutang juga dapat diartikan pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya di masa yang akan datang atau risiko bisnis yang rendah, sehingga penambahan hutang telah memberikan sinyal positif (Brigham dan Houston, 2001).

Hasil penelitian ini mendukung beberapa penelitian sebelumnya, yaitu penelitian Fama dan French (1998) yang menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari *leverage* memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Hasnawati (2005a) menemukan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif

terhadap nilai perusahaan. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 3

Untuk mengetahui apakah kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{A3}: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Dengan menggunakan analisis regresi pada tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$, berarti kriteria pengujianya adalah sebagai berikut:

H₀₃ ditolak dan H_{A3} diterima apabila tingkat signifikansi $< 0,05$ atau H₀₃ tidak ditolak dan H_{A3} tidak diterima apabila tingkat signifikansi $> 0,05$. Hasil pengolahan data ditunjukkan pada tabel 4.10. Hasil analisis regresi menunjukkan tingkat signifikansi kebijakan dividen berada pada angka 0,015. Nilai tersebut lebih kecil dari nilai yang ditetapkan, yaitu $\alpha = 0,05$, maka H_{A3} diterima. Kebijakan dividen memiliki beta koefisien positif sebesar 0,206 terhadap nilai perusahaan, sehingga apabila kebijakan dividen naik sebesar satu satuan, maka nilai perusahaan juga akan naik sebesar 0,206 satuan.

Sesuai dengan hipotesis kebijakan dividen relevan, perusahaan akan membayar dividen yang besar kepada pemegang saham karena dapat meningkatkan nilai perusahaan. Teori ini didukung dengan penelitian pada perusahaan yang dinilai berdasarkan aliran kas yang akan diterima oleh pemegang saham. Menurut teori *bird in the hand*, pemegang saham lebih menyukai dividen tinggi dibandingkan dengan dividen yang akan dibagikan di masa yang akan datang dan *capital gains* (Lintner,

1956; Bhattacharya, 1979). Sesuai dengan *signaling theory*, pembayaran dividen berisi informasi/isyarat tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang (Rozeff, 1982). Pengumuman meningkatnya dividen telah meningkatkan *return* saham dan dapat digunakan untuk menangkai isu yang tidak diharapkan perusahaan di masa yang akan datang (Aharony dan Swary, 1980).

Hasil penelitian ini mendukung beberapa penelitian sebelumnya, yaitu penelitian Fama dan French (1998) yang menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari kebijakan dividen memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Hasnawati (2005a) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5. 1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan secara empiris apakah keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Analisis data dilakukan dengan menggunakan model regresi berganda dengan bantuan komputer program *Statistical Package for Social Science (SPSS)*. Dari hasil analisis data dapat disimpulkan bahwa:

1. Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan koefisien beta sebesar 0,209 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,014. Semakin besar apresiasi pasar terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Wright dan Ferris (1997) dan Hasnawati (2005b).
2. Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan koefisien beta sebesar 0,286 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,001. Apabila melihat struktur modal yang dimiliki perusahaan, maka dapat dilihat struktur risiko tidak terlunasinya hutang. Jika risiko tidak terlunasinya hutang semakin kecil, maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Fama dan French (1998), Hasnawati (2005a), serta Wahyudi dan Pawestri (2006).

3. Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan koefisien beta sebesar 0,206 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,015. Pemegang saham lebih menyukai keuntungan perusahaan dibagikan dalam bentuk dividen dan semakin besar dividen yang dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham, maka dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori *Bird in The Hand*. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Fama dan French (1998), dan Hasnawati (2005a).

5. 2. Implikasi Penelitian

1. Hasil penelitian ini memberikan konfirmasi empiris bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi tersebut adalah keputusan yang mencerminkan kesempatan investasi di masa yang akan datang (*investment opportunity*), yaitu melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi. Implikasi bagi perusahaan adalah perusahaan harus merencanakan untuk mengambil keputusan investasi melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi. Apabila perusahaan mampu memaksimalkan kemampuannya melalui investasi-investasi tersebut dalam menghasilkan laba sesuai dengan jumlah dana yang terikat, maka dapat meningkatkan nilai perusahaan. Implikasi bagi

investor adalah investor akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang mampu menghasilkan laba dalam jumlah yang besar melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi, karena investasi yang dilakukan perusahaan tersebut dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan di masa yang akan datang. Sinyal positif tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan di masa yang akan datang tersebut dapat meningkatkan harga saham perusahaan sebagai proksi nilai perusahaan.

2. Hasil penelitian ini memberikan konfirmasi empiris bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan pendanaan tersebut adalah menggunakan pendanaan melalui ekuitas yang lebih banyak daripada menggunakan pendanaan melalui hutang. Implikasi bagi perusahaan adalah perusahaan harus merencanakan untuk mengambil keputusan pendanaan yang menggunakan pendanaan melalui ekuitas lebih banyak daripada pendanaan melalui hutang karena dengan menggunakan pendanaan melalui ekuitas lebih banyak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, apabila perusahaan lebih banyak menggunakan pendanaan melalui hutang, maka biaya yang muncul atas penggunaan hutang menjadi lebih besar dibandingkan dengan manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang tersebut. Implikasi bagi investor adalah investor akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang memiliki proporsi hutang

yang kecil dalam struktur modalnya karena semakin kecil proporsi hutang perusahaan, maka risiko atas tidak terlunasinya hutang perusahaan juga semakin kecil. Selain itu, investor akan menerima pendapatan setelah pajak yang semakin besar apabila proporsi hutang perusahaan semakin kecil.

3. Hasil penelitian ini memberikan konfirmasi empiris bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen tersebut adalah membagikan laba yang diperoleh perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Implikasi bagi perusahaan adalah perusahaan harus merencanakan untuk mengambil kebijakan dividen yang membagikan labanya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen daripada menahan labanya dalam bentuk *capital gain* karena dengan membagikan labanya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan. Konsekuensi apabila perusahaan membagikan laba kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, maka laba ditahan akan berkurang. Apabila laba ditahan berkurang, maka total sumber dana internal juga akan berkurang, sehingga perusahaan harus mengeluarkan saham baru untuk mendanai kegiatannya. Implikasi bagi investor adalah investor akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang membagikan labanya dalam bentuk dividen secara konsisten. Investor juga akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah yang besar. Konsekuensi apabila investor menerima laba yang diperoleh perusahaan dalam bentuk

dividen dengan jumlah yang besar, maka investor harus membayar pajak yang tinggi atas dividen yang diperoleh tersebut.

5. 3. Keterbatasan dan Saran

1. Penelitian ini menggunakan PER (*Price Earning Ratio*) untuk memproksikan keputusan investasi. PER memiliki kelemahan, yaitu rasio ini memerlukan penaksiran masa depan yang tidak pasti, sehingga penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan proksi lain dalam keputusan investasi, seperti *Total Assets Growth*, *Market to Book Assets Ratio*, *Ratio Capital Expenditure to BVA*, dan *Current Assets to Total Assets*.
2. Penelitian ini menggunakan faktor internal perusahaan sebagai variabel independen yang mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Nilai perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan, tetapi juga dipengaruhi oleh faktor eksternal perusahaan, seperti tingkat suku bunga, tingkat inflasi, kurs mata uang, dan situasi sosial politik. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan faktor eksternal perusahaan sebagai variabel independen yang mempengaruhi nilai perusahaan dengan model penelitian yang memadai.
3. Penelitian ini menggunakan periode penelitian selama 4 tahun, yaitu tahun 2006 – 2009 dengan situasi ekonomi yang mengalami krisis global, sehingga penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan periode penelitian lain dengan situasi ekonomi yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J., dan I. Swary. 1980. Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. *Journal of Finance* 35 (1): 1-12.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy Bell. *Journal of Economics* 10: 259-270.
- Brigham, E. F., dan J. F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Bahasa Indonesia. Jakarta: Erlangga.
- , dan L. C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*. Florida: The Dryden Press.
- Bukit, R. Br. 2000. Reaksi Pasar terhadap Dividend Initiations dan Dividen Omissions: Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.
- Bursa Efek Indonesia. 2008. *Panduan Pemodal*. Jakarta: Bursa Efek Indonesia.
- De Angelo, H., dan R. W. Masulis. 1980. Leverage and Dividend Policy Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Finance* 35 (May 2): 453-464.
- Faisal, M. 2008. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Nilai Price Earning Ratio pada Saham-saham di Bursa Efek Jakarta Periode 2003-2005. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.
- Fama, E. F. 1978. The Effect of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders. *American Economic Review* 68: 272-28.
- , dan K. R. French. 1998. Taxes, Financing Decision, and Firm Value, *The Journal of Finance* LIII (June 3): 819-843.
- Ghozali, Imam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi 3. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Gonedes, N. J. 1978. Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium : Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items. *Journal of Accounting Research* 16 (1): 26-79.
- Hasnawati, S. 2005a. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan*: No. 09/Th XXXIX. September 2005: 33-41.
- . 2005b. Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *JAAI* 9 (2): 117-126.
- Hatta, A. J. 2002. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder. *JAAI* 6 (Desember 2): 1-22.
- Jensen, M., dan W. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Kallapur, S., dan M. A. Trombley. 1999. The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting* 26: 505-519.
- Laitupa, M. F. 2008. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham pada Ex-Dividend Day di Bursa Efek Jakarta. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.
- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Devidens, Retained Earnings, and Taxes. *American Economics Review* 46: 97-113.
- Masulis, R. W. 1980. The Effect of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers. *Journal of Financial Economics* 8 (June 2): 139-178.
- Modigliani, F., dan M. H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment. *American Economics Review* 13 (3): 261-297.
- Mulyati, S. 2002. Reaksi Harga Saham terhadap Perubahan Dividen Tunai Dividend Yield di Bursa Efek Jakarta. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.
- Myeong-Hyeon Cho. 1998. Ownership Structure, Investment, and The Corporate Value: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 47: 103-121.

- Myers, S. C. 1977. Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 9 (3): 237-264.
- Myers, S. C., dan N. S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13: 187-221.
- Pettit, R. 1972. Dividend Announcement, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *Journal of Finance*: 993-1007.
- Pramastuti, S. 2007. Analisis Kebijakan Dividen: Pengujian Dividend Signaling Theory dan Rent Extraction Hypothesis. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.
- Prihantoro. 2003. Estimasi Pengaruh Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Bisnis* 8 (1): 7-14.
- Pujiono. 2002. Dampak Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham pada Waktu Ex-Dividend Day. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 5 (Mei 2): 148-161.
- Raharjo, S. 2000. Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Dividen: Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta tahun 1994. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Pay Out Ratios. *Journal of Financial Research* 5: 249-259.
- Sartono, R. A. 2001. *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.
- Setiawan, D., dan J. Hartono. 2003. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 6 (Mei 2): 131-144.
- Setiawan, D., dan S. Subekti. 2005. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkatkan (Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta Selama Krisis Moneter). *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 8 (Mei 2): 121-137.
- Subekti, I., dan I. W. Kusuma. 2001. Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 4 (Januari 1): 44-63.

Sujoko. 1999. Analisis Kandungan Informasi Dividen dan Ketepatan Reaksi Pasar: Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.

Wahyudi, U., dan H. P. Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*: 1-25.

Wright, P., dan S. P. Ferris. 1997. Agency Conflict dan Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value. *Strategic Management Journal* 18: 77- 83.