

**PENGARUH KEPUTUSAN INVESTASI, KEPUTUSAN PENDANAAN
DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di PT BEI)**

Skripsi

*Diajukan Untuk Memenuhi Salah Satu Persyaratan Memperoleh Gelar Sarjana
Ekonomi Strata Satu pada Fakultas Ekonomi*



Oleh :

Nidya Elisa

2008/02134

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2012**

HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

Judul : "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan" (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI)

Nama : Nidya Elisa

NIM/BP : 02134 / 2008

Program Studi : Akuntansi

Keahlian : Akuntansi Keuangan

Fakultas : Ekonomi

Padang, April 2012

Disetujui Oleh :

Pembimbing I

Pembimbing II



Lili Anita, SE, M.Si, Ak
NIP. 19710302 199802 1 001



Nurzi Sebrina, SE, M.Sc. Ak
NIP. 19720910 199802 2 003

HALAMAN PENGESAHAN LULUS UJIAN SKRIPSI

*Dinyatakan Lulus Setelah Dipertahankan di Depan Tim Penguji Skripsi
Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi
Pada Tanggal 29 Maret 2012*

**Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan
Dividen Terhadap Nilai Perusahaan
(Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI)**

Nama : Nidya Elisa
Bp/Nim : 2008/02134
Program Studi : Akuntansi
Fakultas : Ekonomi

Padang, April 2012

Tim Penguji :

TandaTangan

1. Ketua : Lili Anita, SE, M.Si, Ak
2. Sekretaris: Nurzi Sebrina, SE, M.Sc, Ak
3. Anggota : Nelvirita, SE, M.Si, Ak
4. Anggota : Salma Taqwa, SE, M.Si

.....
.....
.....
.....

SURAT PERNYATAAN

Saya yang bertandatangan dibawah ini :

Nama : **Nidya Elisa**
NIM/TahunMasuk : 02134 / 2008
Tempat/TanggalLahir : Padang/ 25 Januari 1991
Program Studi : Akuntansi
Keahlian : Akuntansi Keuangan
Fakultas : Ekonomi
Alamat : Jl. Berok No.44 D, Padang
No. Hp/Telepon : 085274177917
JudulSkripsi : "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan
Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai
Perusahaan." (Studi Empiris Pada Perusahaan
Manufaktur yang Terdaftar di BEI)

Dengan ini menyatakan bahwa :

1. Karya tulis (skripsi) saya ini adalah asli dan belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar akademik (sarjana), baik di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang maupun program perguruan tinggi lainnya.
2. Karya tulis ini murni gagasan, rumus dan pemikiran saya sendiri tanpa bantuan pihak lain, kecuali arahan tim pembimbing.
3. Dalam karya tulis ini tidak terdapat karya atau pendapat orang lain yang telah ditulis atau dipublikasikan kecuali secara eksplisit dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan menyebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
4. Karya tulis/skripsi ini sah apabila telah ditandatangani **Asli** oleh Tim Pembimbing, Tim Penguji dan Ketua Program Studi.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima **Sanksi Akademik** berupa pencabutan gelar akademik yang telah diperoleh karena karya tulis/skripsi ini, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di perguruan tinggi.

Padang, Maret 2012

METERAI
TEMPEL

20EC9AAF667021581
6000



DJP

NIDYA ELISA
NIM. 2008/02134

ABSTRAK

Nidya Elisa (02134). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Pembimbing : 1. Lili Anita, S.E, M.Si, Ak
2. Nurzi Sebrina, SE, M.Sc, Ak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji: 1) Pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. 2) Pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. 3) Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Jenis penelitian ini digolongkan pada penelitian yang bersifat kuantitatif. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008 sampai dengan tahun 2010. Pemilihan sampel dengan metode *purposive sampling*. Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder. Teknik pengumpulan data dengan teknik dokumentasi. Analisis yang digunakan adalah regresi linear berganda dan uji t.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa: 1) Keputusan investasi berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, dimana nilai signifikansi $0,026 < 0,05$ dan nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ yaitu $2,280 > 1,995$ (H_1 diterima). 2) Keputusan pendanaan berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, dimana nilai signifikansi $0,002 < 0,05$ dan nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ yaitu $3,201 > 1,995$ (H_2 diterima). 3) Kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, dimana nilai signifikansi $0,329 > 0,05$ dan nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ yaitu $0,983 < 1,995$ (H_3 ditolak).

Bagi perusahaan, sebaiknya keputusan yang diambil manajer dalam rangka pelaksanaan fungsi manajemen keuangan adalah keputusan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan, seperti keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Bagi investor, sebaiknya menanamkan modal pada perusahaan yang mempunyai nilai perusahaan yang tinggi. Bagi penelitian selanjutnya, untuk variabel yang sama dapat menggunakan pengukuran yang berbeda. Selain itu, peneliti juga dapat menggunakan faktor eksternal sebagai variabel independen yang mempengaruhi nilai perusahaan.

KATA PENGANTAR

Syukur Alhamdulillah penulis ucapkan kehadiran Allah Yang Maha Pengasih lagi Maha Penyayang atas rahmat dan karunia-Nya yang telah dilimpahkan kepada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan skripsi dengan judul “Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI)”

Dalam menyelesaikan skripsi ini penulis banyak mendapat bantuan, bimbingan dan arahan dari berbagai pihak, untuk itu pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Ayahanda (Hermansyah), Ibunda (Syafni), dan Adikku (Febri Anata) terima kasih atas motivasi, dukungan moril, dan materil yang telah diberikan sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini.
2. Ibu Lili Anita, SE, M.Si, Ak. selaku Pembimbing I sekaligus sebagai Penasehat Akademis penulis dan Ibu Nurzi Sebrina, SE, M.Sc, Ak. sebagai Pembimbing II dalam penulisan skripsi ini.
3. Ibu Nelvirita, SE, M.Si, Ak dan Ibu Salma Taqwa, SE, M.Si, selaku dosen penguji yang telah memberikan kritik, masukan dan sarannya.
4. Bapak Prof. Dr.H.Z.Mawardi Effendi, M.Pd. selaku Rektor Universitas Negeri Padang.
5. Bapak Prof. Dr. Yunia Wardi, Drs, M.Si. selaku Dekan Universitas Negeri Padang

6. Bapak Fefri Indra Arza, SE, M.Sc, Ak. dan Bapak Hendri Agustin, SE, M.Si, Ak selaku Ketua dan Sekretaris Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang
7. Seluruh staf pengajar program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
8. Sahabatku Sirti Yulisia Molina, Annur Yunisa, Desi Ariyanti Nasution dan Dedi Hermanto yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini, serta teman-teman angkatan 2008 yang sama-sama berjuang meraih gelar sarjana dan teman-teman yang tidak dapat disebutkan satu-persatu.

Semoga sumbangan dan bantuan yang telah diberikan menjadi amal ibadah dan mendapat balasan yang setimpal dari Allah SWT. Tidak ada gading yang tidak retak, demikian pula tidak ada manusia yang lepas dari kekhilafan, kritik saran dan masukan dalam rangka meningkatkan kualitas skripsi ini akan diterima dengan besar hati. Akhirnya, untuk semua pembaca, semoga hasil tulisan ini dapat bermanfaat bagi kita semua.

Padang, Mei 2012

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI	
ABSTRAK.....	i
KATA PENGANTAR.....	ii
DAFTAR ISI.....	iii
DAFTAR GAMBAR	vii
DAFTAR TABEL	viii
DAFTAR LAMPIRAN	x
BAB I. PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Identifikasi Masalah.....	9
C. Pembatasan Masalah.....	9
D. Rumusan Masalah.....	9
E. Tujuan Penelitian.....	10
F. Manfaat Penelitian.....	11
BAB II. KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL DAN	
HIPOTESIS.....	12
A. Kajian Teori.....	12
1. Nilai Perusahaan.....	12
a. Pengertian.....	12
b. Pengukuran Nilai Perusahaan.....	14
c. Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan.....	17
2. Keputusan Investasi.....	20
3. Keputusan Pendanaan.....	26
a. Pengertian.....	26

b. Pengukuran Keputusan Pendanaan.....	27
c. Faktor – Faktor yang Mempengaruhi.....	28
d. Faktor – Faktor yang Berpengaruh.....	29
e. Teori Keputusan Pendanaan.....	30
4. Kebijakan Dividen.....	33
a. Pengertian.....	33
b. Macam – Macam dividen.....	34
c. Teori Kebijakan Dividen.....	35
d. Macam – Macam Kebijakan Dividen.....	37
e. Prosedur Pembayaran Dividen.....	38
f. Faktor – Faktor yang Mempengaruhi.....	39
B. Penelitian Terdahulu.....	41
C. Pengembangan Hipotesis.....	44
D. Kerangka konseptual.....	49
E. Hipotesis.....	50
BAB III. METODE PENELITIAN.....	51
A. Jenis Penelitian.....	51
B. Populasi dan Sampel.....	51
C. Jenis dan Sumber Data.....	54
a. Jenis Data.....	54
b. Sumber Data.....	55
D. Metode Pengumpulan Data.....	55
E. Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel.....	55

1. Variabel Dependen (Y).....	55
2. Variabel Independen (X).....	56
F. Uji Asumsi Klasik.....	57
1. Uji Normalitas residual.....	57
2. Uji Multikolinearitas.....	58
3. Uji Heteroskedastisitas.....	58
4. Uji Autokorelasi.....	59
G. Analisis Data.....	59
1. Uji Koefisien Determinan.....	59
2. Persamaan Regresi.....	59
3. Uji F.....	60
4. Uji Hipotesis.....	60
H. Definisi Operasional.....	61
1. Nilai Perusahaan.....	61
2. Keputusan Investasi	61
3. Keputusan Pendanaan	61
4. Kebijakan Dividen.....	62
BAB IV. TEMUAN PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	63
A. Temuan Umum.....	63
1. Gambaran Umum Bursa Efek di Indonesia (BEI)	63
2. Gambaran Umum Manufaktur di Indonesia	64
B. Deskriptif Variabel Penelitian.....	66
1. Analisis Deskriptif	66

2. Statistik Deskriptif	79
3. Hasil Uji Asumsi Klasik	80
4. Persamaan Regresi	84
5. Pengujian Model Penelitian	86
6. Pengujian Hipotesis	87
C. Pembahasan.....	89
BAB V. SIMPULAN DAN SARAN	96
A. Simpulan	96
B. Keterbatasan Penelitian	96
C. Saran.....	97

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
1. Kerangka Konseptual	50

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1. Penelitian Terdahu	41
2. Kriteria Pemilihan Sampel	52
3. Sampel Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	53
4. Data Perkembangan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2008-2010	66
5. Data Perkembangan Keputusan Investasi pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2008-2010	70
6. Data Perkembangan Keputusan Pendanaan pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2008-2010	73
7. Data Perkembangan Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2008-2010	76
8. Statistik Dekriptif	79
9. Uji Normalitas	81
10. Uji Multikolinearitas	82
11. Uji Heterokedastisitas	83
12. Uji Autokorelasi	84
13. Uji Regresi Linear Berganda	85
14. Uji F	86
15. Uji Koefisien Determinasi	87

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1. Data-data Nilai Perusahaan	102
2. Data-data Keputusan Investasi	104
3. Data-data Keputusan Pendanaan	106
4. Data-data Kebijakan Dividen	108
5. Statistik Deskriptif dan Hasil Uji Asumsi Klasik.....	110
6. Hasil Uji Regresi Linear Berganda dan Uji Hipotesis.....	117

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Perkembangan dunia bisnis yang semakin ketat menciptakan persaingan yang tajam antar perusahaan. Persaingan bagi kelangsungan hidup dan perkembangan menjadi perusahaan besar dalam dunia usaha menjadi tantangan perusahaan dalam operasinya. Keberhasilan suatu perusahaan dapat dilihat dari nilai perusahaan, karena semakin tinggi nilai perusahaan akan menggambarkan semakin sejahtera pemiliknya. Nilai perusahaan ini akan tercermin pada nilai sahamnya. Meningkatnya nilai perusahaan merupakan tujuan perusahaan yang dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen dengan hati-hati dan tepat. Setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya yang akan berdampak pada nilai perusahaan.

Nilai perusahaan menurut Weston dan Thomas (1997) adalah memaksimumkan nilai berarti mempertimbangkan pengaruh waktu terhadap nilai uang, dana yang akan diterima tahun ini bernilai lebih tinggi dari dana yang akan diterima pada tahun yang akan datang dan berarti juga mempertimbangkan berbagai risiko terhadap arus pendapatan perusahaan. Sedangkan nilai perusahaan menurut Myers (1993) adalah suatu kombinasi aktiva yang dimiliki dan opsi investasi dimasa yang akan datang. Graver dan Gaver (2000) juga mengemukakan bahwa nilai perusahaan dapat diartikan

sebagai nilai jual perusahaan maupun nilai tambah bagi pemegang saham. Maka, dalam hal ini tujuan jangka panjang perusahaan adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Suranta dan Machfoedz (2003) menjelaskan bahwa untuk memaksimumkan nilai perusahaan tidak hanya dilihat dari nilai ekuitasnya saja, tetapi juga semua klaim keuangan seperti hutang, waran, maupun saham preferen.

Nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham meningkat. Semakin tinggi harga saham sebuah perusahaan, maka semakin tinggi kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar untuk menilai perusahaan secara keseluruhan (Alferdo, 2011). 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 dalam Wijaya dan Wibawa, 2010).

Terdapat beberapa alternatif dalam pengukuran nilai perusahaan diantaranya menggunakan *Market to book value ratio*, *Price to book value ratio* dan Tobin's Q. Pada penelitian ini peneliti, menggunakan Tobin's Q sebagai proksi yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan, karena Tobin's Q menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap nilai investasi inkremental.

Menurut Wijaya (2010) terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan diantaranya adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden. Sedangkan menurut Soliha (2002) nilai perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan hutang, *insider ownership*, tingkat profitabilitas dan ukuran perusahaan.

Keputusan investasi merupakan keseluruhan proses dalam menganalisis proyek dan memutuskan salah satu proyek yang akan dimasukkan dalam anggaran modal (Brigham dan Houston, 2001). Keputusan investasi yang dilakukan perusahaan akan menentukan keuntungan yang diperoleh perusahaan dan kinerja perusahaan di masa yang akan datang (Haruman, 2008). Apabila perusahaan salah dalam pemilihan investasi, maka kelangsungan hidup perusahaan akan terganggu dan hal ini tentu akan mempengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan. Investasi yang dilakukan perusahaan pada dasarnya adalah untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan mencapai tujuan perusahaan. Myers (1997) menyatakan bahwa nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi dan pengeluaran *discretionary* di masa yang akan datang.

Untuk mencapai tujuan perusahaan, manajer membuat keputusan investasi yang menghasilkan *net present value* positif. *Net present value* merupakan nilai sekarang aktiva yang tersedia di tempat dan nilai sekarang kesempatan investasi pada masa yang akan datang. Fama (1978) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi.

Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung, oleh sebab itu Myers (1977) memperkenalkan *Investment Opportunity Set* (IOS) pada studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi. IOS merupakan nilai perusahaan yang nilainya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen dimasa yang akan datang, dimana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan menghasilkan *return* yang lebih besar.

Terdapat beberapa alternatif dalam pengukuran keputusan investasi diantaranya dengan menggunakan *Book Value of Gross Property, plant, and Equipment to the Book Value of the Asset Ratio* (PPE/BVA), *Market to Book Value of Equity Ratio* (MVE/BVE), *Market Value to Book Value of Asset Ratio* (MVA/BVA), *Capital Addition to Asset Book Value Ratio* (CAP/BVA), *Capital Addition to Asset Market Value Ratio* (CAP/MVA) dan *Price Earning Ratio* (PER). Pada penelitian ini, peneliti menggunakan CAP/BVA sebagai proksi yang digunakan untuk mengukur keputusan investasi, karena CAP/BVA menunjukkan adanya aliran tambahan aktiva produktifnya, yang sekaligus menunjukkan adanya potensi pertumbuhan perusahaan.

Keputusan pendanaan merupakan kebijakan tentang keputusan pembelanjaan atau pembiayaan investasi. Keputusan pendanaan ini mencakup cara bagaimana mendanai kegiatan perusahaan agar optimal, cara memperoleh dana untuk investasi yang efisien dan cara mengkomposisikan

sumber dana optimal yang harus dipertahankan (Murtini, 2008). Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang diambil manajer untuk menggalang dana yang dibutuhkan perusahaan untuk investasi dan operasinya (Brealey, 2008)

Wijaya (2001) dalam Yuniningsih (2002) menjelaskan bahwa manajer harus mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan merupakan komposisi pendanaan yang diambil perusahaan yang menunjukkan komposisi pendanaan internal dan eksternal. Sumber dana internal merupakan sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan yang didapat dari laba ditahan dan depresiasi. Sedangkan, sumber dana eksternal merupakan sumber dana yang berasal dari luar perusahaan. Sumber dana eksternal ini dibedakan menjadi dua kategori yaitu pembelanjaan dengan hutang (*debt financing*) dan pembelanjaan sendiri (*external equity*). Bauran penggunaan modal sendiri (baik berupa saham biasa maupun saham preferen) dan hutang untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan.

Menentukan kebijakan struktur modal melibatkan *trade-off* antara risiko dan tingkat pengembalian karena dengan penambahan hutang akan memperbesar risiko perusahaan dan sekaligus memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi akibat dari besarnya hutang cenderung menurunkan nilai perusahaan. Namun, peningkatan hutang akan memperbesar tingkat pengembalian yang

diharapkan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Oleh sebab itu, manajer harus mengambil keputusan pada keputusan pendanaan yang optimal yaitu pendanaan yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian sehingga memaksimumkan nilai perusahaan.

Terdapat beberapa alternatif dalam pengukuran keputusan pendanaan diantaranya dengan menggunakan *Debt to equity ratio (DER)*, *Debt to asset ratio (DAR)*, *Long term debt equity ratio (LDER)* dan *Market debt equity ratio (MDE)*. Pada penelitian ini, peneliti menggunakan *DER* sebagai proksi yang digunakan untuk mengukur keputusan pendanaan, karena *DER* menunjukkan perbandingan pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas.

Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Apabila dividen yang dibayarkan secara tunai semakin meningkat, maka semakin sedikit dana yang tersedia untuk reinvestasi. Hal ini menyebabkan tingkat pertumbuhan di masa datang rendah dan akan menurunkan nilai perusahaan.

Brigham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa perubahan besarnya dividen yang dibagikan mempunyai dua akibat yang saling berlawanan. Apabila seluruh laba dibayarkan sebagai dividen maka kepentingan cadangan terabaikan, sebaliknya bila semua laba ditahan maka kepentingan pemegang saham terabaikan. Untuk menjaga kedua kepentingan tersebut, maka manajer dapat menempuh kebijakan yang optimal. Kebijakan dividen optimal merupakan kebijakan yang menciptakan keseimbangan di

antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang yang memaksimumkan nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2001).

Kebijakan dividen dapat diproksikan dengan menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) dan *dividend yield ratio*. Pada penelitian ini, peneliti menggunakan DPR sebagai proksi pengukuran kebijakan dividen, karena DPR menunjukkan persentase laba yang dibayarkan kepada pemegang saham.

Kasus yang terjadi pada tahun 2009, yaitu sebanyak 11 perusahaan melakukan *delisting* dari BEI, 8 dari 11 perusahaan tersebut merupakan perusahaan manufaktur. Berbagai alasan dikemukakan oleh perusahaan untuk melakukan *delisting* dari BEI diantaranya adalah konsolidasi finansial yang dilakukan oleh perusahaan induk. Selain itu, kurangnya insentif-insentif khusus yang diberikan pemerintah seperti perpajakan atau kemudahan perizinan bagi perusahaan – perusahaan yang tercatat di BEI. Sementara itu, otoritas pasar modal juga dipandang melakukan pengawasan yang terlalu kaku sehingga mempersulit perusahaan terbuka dalam proses pengambilan keputusan. Tercatat 6 dari 8 perusahaan tersebut adalah PT. Jasa Angkasa Semesta Tbk, PT. Courts Indonesia Tbk, PT. Sara Lee Body Care Indonesia Tbk, PT. Singleterra Tbk, PT. Sekar Bumi Tbk, dan PT. Tunas Alfin Tbk, yang mengalami *delisting* karena tidak adanya pergerakan terhadap harga saham perusahaan dan jumlah saham yang beredar dalam kurun waktu 2 tahun *listing* di BEI, sehingga kapitalisasi pasar tidak mengalami perubahan. Tidak adanya pergerakan terhadap saham perusahaan ini dapat

mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mengambil keputusan-keputusan keuangan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari tidak adanya penambahan jumlah saham yang beredar dari mulai perusahaan *listing* ke BEI sampai perusahaan *delisting* dari BEI. Padahal penambahan jumlah saham yang beredar dapat meningkatkan sumber pendanaan eksternal perusahaan, yang dapat digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan ataupun untuk diinvestasikan.

Penelitian terhadap nilai perusahaan sudah banyak dilakukan diantaranya Soliha dan Taswan (2002) yang menemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh tidak signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan, *insider ownership*, tingkat profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian Wijaya dan Wibawa (2010) menemukan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi keputusan investasi dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini merujuk kepada penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dan Wibawa. Namun, pada penelitian ini peneliti menggunakan sampel dan pengukuran variabel yang berbeda. Pada penelitian terdahulu, Wibawa dan Wijaya menggunakan PER sebagai proksi keputusan investasi dan PBV sebagai proksi nilai perusahaan. Sedangkan, pada penelitian ini peneliti memilih sampel pada perusahaan manufaktur tahun 2008-2010 dengan

menggunakan *Capital Addition to Asset Book Value Ratio* (CAP/BVA) sebagai proksi keputusan investasi dan Tobin's Q sebagai proksi nilai perusahaan. Hal inilah yang memotivasi peneliti untuk mengetahui apakah setelah menggunakan proksi pengukuran variabel yang berbeda, hasil penelitian masih menunjukkan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian tentang **“Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan”**.

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, ada beberapa masalah yang dapat diteliti sehubungan dengan nilai perusahaan, masalah-masalah tersebut dapat diidentifikasi sebagai berikut:

1. Sejauhmana keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
2. Sejauhmana keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
3. Sejauhmana kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
4. Sejauhmana *insider ownership* berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
5. Sejauhmana profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
6. Sejauhmana ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

C. Pembatasan Masalah

Untuk lebih memfokuskan permasalahan serta data yang akan dibahas dan dikumpulkan dalam penelitian ini, maka perlu adanya pembatasan masalah. Mengingat banyaknya hal yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan untuk itu penulis membatasi penelitian pada pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

D. Rumusan Masalah

Berdasarkan pembatasan masalah, maka permasalahan yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

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

E. Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian rumusan masalah diatas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui bukti empiris tentang:

1. Pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.
2. Pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.
3. Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

F. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi:

1. Penulis, penelitian ini bermanfaat untuk menambah pengetahuan penulis sekaligus memenuhi salah satu syarat mendapatkan gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
2. Lembaga Perguruan Tinggi, penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi Universitas Negeri Padang sebagai bahan referensi untuk melakukan penelitian selanjutnya.
3. Investor, penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai referensi dalam memilih perusahaan sebagai tempat penanaman modal.

BAB II

KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

A. Kajian Teori

1. Nilai Perusahaan

Berdasarkan perspektif manajemen keuangan yang melihat tujuan utama dari perusahaan dalam menjalankan operasinya dapat dibedakan menjadi dua yaitu: tujuan jangka pendek yang berupa usaha untuk memperoleh laba secara maksimum, dan tujuan jangka panjang untuk memaksimumkan kemakmuran pemegang saham. Hal ini memberikan tuntunan kepada manajer untuk memaksimumkan nilai perusahaan yang dilihat dari harga sahamnya. Semakin tinggi nilai saham maka semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan diciptakan oleh perusahaan melalui kegiatan perusahaan dari waktu ke waktu agar mencapai nilai perusahaan yang maksimum di atas nilai buku.

a. Pengertian Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Berbagai kebijakan yang diambil oleh manajemen dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik dan para pemegang saham yang tercermin pada harga saham (Brigham, 2001). Peningkatan kemakmuran pemilik dan para pemegang saham tersebut antara lain dilakukan dengan memberikan dividen secara berkesinambungan dengan jumlah yang

memuaskan. Selain itu, harga saham perusahaan yang meningkat akan memberikan keuntungan berupa *capital gain* bagi para investor. Dengan demikian, nilai perusahaan dapat dicerminkan dari harga saham perusahaan yang dipegang oleh investor.

Myers (1997) mengemukakan konsep nilai perusahaan sebagai kombinasi aktiva yang dimiliki dan opsi investasi di masa yang akan datang. Graver dan Gaver (2000) mengemukakan nilai perusahaan dapat diartikan sebagai nilai jual perusahaan maupun nilai tambah bagi pemegang saham.

Menurut Weston dan Thomas (1997), memaksimumkan nilai berarti mempertimbangkan pengaruh waktu terhadap nilai uang, dana yang diterima tahun ini bernilai lebih tinggi dari pada yang diterima tahun yang akan datang dan berarti juga mempertimbangkan berbagai risiko terhadap arus pendapatan perusahaan.

Kemampuan pengendalian perusahaan merupakan salah satu penarik minat investor. Bila investor tertarik maka mereka akan melakukan investasi pada perusahaan tersebut dengan membeli sahamnya di pasar modal. Harga saham di pasar modal ditentukan oleh kekuatan pasar dalam kegiatan jual-beli. Dengan demikian, harga saham merupakan ukuran prestasi perusahaan, yaitu ukuran keberhasilan manajemen mengelola perusahaan atas nama pemegang saham.

Untuk memperoleh persepsi positif dari investor yang akhirnya dapat menaikkan harga saham perusahaan, keputusan pendanaan merupakan salah satu fokus penting dalam manajemen keuangan.

b. Pengukuran Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan variabel yang tidak dapat di observasi, oleh karena itu nilai perusahaan membutuhkan proksi. Menurut Kallapur dan Trombley (1997) dalam Sari (2010) nilai dapat diidentifikasi dalam tiga proksi yaitu:

1) Proksi Berdasarkan Harga (*price based proxies*)

Merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan dinyatakan dalam pangsa pasar dan perusahaan-perusahaan tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva yang dimiliki (*asset in place*). Nilai yang didasari pada harga akan dibentuk rasio sebagai ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan.

Variabel yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan dalam proksi berbasis harga adalah *Market to Book Value Asset (MBVA)*, *Market to book Value Equity (MBVE)*, *Price to Book Value (PBV)*, *Price Earning Ratio (PER)* dan Tobin's Q.

Dalam proksi ini rasio yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan dalam penelitian sebelumnya adalah:

a) *Market to Book Value Asset (MBVA)*

Dengan dasar pemikiran bahwa MBVA mencerminkan pasar menilai return investasi dimasa depan akan lebih dari return yang diharapkan dari ekuitas. MBVA ini mengasumsikan pertumbuhan

perusahaan akan tinggi jika mempunyai nilai atau harga pasar yang jauh lebih besar dari nilai bukunya.

$$MBVA = \frac{\text{Total aktiva} - \text{total ekuitas (jumlah saham beredar} \times \text{harga)}}{\text{Total ekuitas}}$$

b) *Market to Book Value Equity (MBVE)*

Dengan dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga saham, pasar menilai perusahaan lebih besar dari pada nilai bukunya. MBVE mengukur nilai sekarang dari seluruh aliran kas masa datang untuk pemilik modal. MBVE yang tinggi akan meningkatkan peluang pertumbuhan perusahaan.

$$MBVE = \frac{\text{Jumlah saham beredar} \times \text{harga}}{\text{Total Ekuitas}}$$

c) *Price to Book Value (PBV)*

Merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku saham. Berdasarkan perbandingan ini, maka dapat diketahui apakah harga saham berada di atas atau di bawah nilai buku saham perusahaan.

$$PBV = \frac{\text{Harga saham}}{\text{Nilai buku saham}}$$

d) *Price Earning Ratio (PER)*

Dengan dasar pemikiran bahwa nilai ekuitas merupakan jumlah nilai kapitalisasi laba dan pengelolaan aset plus nilai sekarang netto (NPV) dari pilihan investasi yang akan datang sehingga semakin kecil

Price Earning Ratio (PER) semakin besar proporsi nilai ekuitas yang didistribusikan ke dalam laba yang dihasilkan aset relatif kesempatan bertumbuh.

PER menurut Koetin (2002) adalah perbandingan antara harga saham. PER dapat digunakan untuk menentukan apakah harga saham mahal dan punya risiko rendah atau sebaliknya harga saham rendah dengan tingkat risiko tinggi.

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

PER yang meningkat berarti perusahaan dalam keadaan sedang bertumbuh.

e) Tobin's Q

Tobin's Q dikembangkan oleh Profesor James Tobin (1967). Rasio ini merupakan konsep berharga karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap nilai investasi inkremental. Jika rasio- q di bawah satu, ini menunjukkan bahwa investasi pada saham dalam kondisi *undervalue*, manajemen gagal dalam mengelola aktiva dan potensi pertumbuhan investasi rendah. Jika rasio-q di atas satu, ini menunjukkan bahwa saham dalam kondisi *overvalue*, manajemen berhasil dalam mengelola aktiva perusahaan dan potensi pertumbuhan investasi tinggi. Jadi rasio-q merupakan ukuran yang lebih teliti tentang seberapa efektif

manajemen memanfaatkan sumber-sumber daya ekonomis dalam kekuasaannya.

$$Tobin's\ Q = \frac{MVS + D}{TA}$$

Keterangan :

MVS : *Market value of all outstanding shares*
 (*closing price* 31 desember * jumlah saham beredar)
 D : *Debt*
 TA : Total Aset

2) Proksi Berdasarkan Investasi (*Investment Based Proxies*)

Proksi berdasarkan investasi mengungkapkan bahwa suatu keinginan investasi yang besar berkaitan secara positif dengan nilai perusahaan. Perusahaan yang tinggi seharusnya mempunyai tingkat investasi yang tinggi pula dalam waktu yang lama pada suatu perusahaan.

Proksi berdasarkan investasi ini merupakan proksi berbentuk rasio yang membandingkan suatu pengukuran investasi yang telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau hasil operasi yang dihasilkan dari aktiva yang telah diinvestasikan.

3) Proksi Berdasarkan Pengukuran Varians (*Variance Measurements*).

Proksi ini mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh.

c. Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan

Menurut Brigham (2001), faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham adalah :

1) Laba Per Lembar Saham (*Earnings Per Share / EPS*)

Seorang investor yang melakukan investasi pada perusahaan akan menerima laba atas saham yang dimilikinya. Semakin tinggi laba per lembar saham (EPS) yang diberikan perusahaan akan memberikan pengembalian yang cukup baik. Ini akan mendorong investor untuk melakukan investasi yang lebih besar lagi sehingga harga saham perusahaan akan meningkat.

2) Tingkat Bunga

Tingkat bunga dapat mempengaruhi harga saham dengan cara :

- a) Mempengaruhi persaingan di pasar modal antara saham dengan obligasi, apabila suku bunga naik maka investor akan menjual sahamnya untuk ditukarkan dengan obligasi. Hal ini akan menurunkan harga saham. Hal sebaliknya juga akan terjadi apabila tingkat bunga mengalami penurunan.
- b) Mempengaruhi laba perusahaan, hal ini terjadi karena bunga adalah biaya, semakin tinggi suku bunga maka semakin rendah laba perusahaan. Suku bunga juga mempengaruhi kegiatan ekonomi yang juga akan mempengaruhi laba perusahaan.

3) Jumlah Kas Deviden yang Diberikan

Kebijakan pembagian laba dapat dibagi menjadi dua, yaitu sebagian dibagikan dalam bentuk deviden dan sebagian lagi disisihkan sebagai laba ditahan. Sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi harga

saham, maka peningkatan pembagian deviden merupakan salah satu cara untuk meningkatkan kepercayaan dari pemegang saham karena jumlah kas deviden yang besar merupakan hal yang diinginkan oleh investor sehingga harga saham naik.

4) Jumlah Laba yang Didapat Perusahaan

Pada umumnya, investor melakukan investasi pada perusahaan yang mempunyai profit yang cukup baik karena menunjukkan prospek yang cerah sehingga investor tertarik untuk berinvestasi, yang nantinya akan mempengaruhi harga saham perusahaan.

5) Tingkat Resiko dan Pengembalian

Apabila tingkat resiko dan proyeksi laba yang diharapkan perusahaan meningkat maka akan mempengaruhi harga saham perusahaan. Biasanya semakin tinggi resiko maka semakin tinggi pula tingkat pengembalian saham yang diterima.

Berdasarkan faktor-faktor yang telah dikemukakan Weston (2001) tersebut, maka faktor-faktor yang relevan dengan penelitian ini adalah:

- 1) Laba per lembar saham dan jumlah laba yang didapat perusahaan menunjukkan keputusan investasi.
- 2) Tingkat bunga dan tingkat risiko dan pengembalian menunjukkan keputusan pendanaan.
- 3) Jumlah kas dividen yang diberikan menunjukkan kebijakan dividen.

2. Keputusan Investasi

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan untuk memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang (Tandelilin, 2001). Kesempatan investasi atau *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan keputusan investasi yang dilakukan perusahaan untuk menghasilkan nilai (Hasnawati, 2005).

Fama (1978) mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Keputusan investasi dimaksudkan untuk meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan. Ini ditunjukkan oleh meningkatnya nilai perusahaan, atau harga saham (Suad, 2008).

Brealey (2008) keputusan investasi disebut juga dengan keputusan penganggaran modal, karena sebagian besar perusahaan mempersiapkan anggaran tahunan terdiri dari investasi modal yang disahkan. Sedangkan Gaver (1993) dalam Zahro (2011) menyatakan bahwa opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya.

Menurut Kallapur dan Trombley (1999) dalam Zahro (2011) secara umum proksi- proksi *investment opportunity set* (IOS) dapat digolongkan ke dalam empat tipe yaitu antara lain:

a. Proksi Berbasis Harga

Set kesempatan investasi berbasis harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan, sebagian dinyatakan dalam pasar. Proksi ini didasari atas suatu ide yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*asset in place*). IOS yang didasari atas harga akan terbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan.

b. Proksi Berbasis Investasi

Ide proksi IOS berdasarkan investasi mengungkapkan bahwa suatu kegiatan investasi yang besar berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Perusahaan yang memiliki IOS yang tinggi seharusnya juga memiliki suatu tingkatan investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau yang diinvestasikan untuk waktu yang lama dalam suatu perusahaan. Proksi ini berbentuk suatu rasio yang membandingkan suatu pengukuran investasi yang telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang di produksi dari aktiva yang telah diinvestasikan.

c. Proksi Berbasis Varian

Proksi IOS berbasis varian mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan *variability return* yang mendasari peningkatan aktiva.

d. Proksi Gabungan dari Proksi Individual

Alternatif proksi gabungan IOS dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi individual, sehingga akan menghasilkan pengukuran yang lebih baik untuk IOS. Metode dapat dilakukan untuk menggabungkan beberapa proksi individual menjadi satu proksi yang akan diuji lebih lanjut dengan menggunakan analisis faktor.

Menurut Wahyudi (2006) adapun proksi IOS adalah sebagai berikut:

a. *Book Value of Gross Property, Plant, and Equipment to the Book Value of The Asset Ratio (PPE/BVA)*

$$PPE/BVA = \frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}}{\text{Nilai Buku Total Aktiva}}$$

b. *Market to Book Value of Equity Ratio (MVE/BVE)*

Rasio MVE/BVE mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan dari return yang diharapkan dari ekuitasnya (Smith dan Watts, 1992)

$$MVE/BVE = \frac{\text{Jumlah Lembar Saham Beredar} \times \text{Closing Price}}{\text{Total Ekuitas}}$$

c. *Market Value to Book Value of Asset Ratio (MVA/BVA)*

Proksi ini menunjukkan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan, terefleksi dalam harga saham (Kallapur dan Trombley, 1999).

$$MVA/BVA = \frac{(Total Aset - Total Ekuitas) + (JSBx Closing price)}{Total Aset}$$

d. *Capital Addition to Asset Book Value Ratio (CAP/BVA)*

Rasio CAP/BVA menunjukkan adanya aliran tambahan aktiva produktifnya, yang sekaligus menunjukkan adanya potensi pertumbuhan perusahaan (Kallapur dan Trombley, 1999).

$$CAP/BVA = \frac{(\text{Nilai Buku Aktiva Tetap } t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap } t-1)}{Total Aktiva}$$

e. *Capital Addition to Asset Market Value Ratio (CAP/MVA)*

Penggunaan CAP/MVA sebagai proksi IOS dengan dasar pemikiran bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki level aktivitas investasi yang lebih tinggi (Kallapur dan Trombley, 1999).

$$CAP/MVA = \frac{(\text{Nilai Buku Aktiva Tetap } t - \text{Nilai Buku aktiva Tetap } t - 1)}{(Total Aset - Total Ekuitas) + (JSB x Closing Price)}$$

f. *Price Earning Ratio (PER)*

PER menunjukkan perbandingan antara closing price dengan laba per lembar saham (Brigham, 1999)

$$PER = \frac{Closing Price}{EPS}$$

Menurut Tendelilin, (2001) ada beberapa alasan mengapa seseorang melakukan investasi, yaitu :

a. Untuk Mendapatkan Kehidupan yang Lebih Layak di Masa Datang.

Seseorang yang bijaksana akan berpikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha bagaimana mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang di masa yang akan datang.

b. Mengurangi Tekanan Inflasi

Dengan melakukan investasi dalam pemilikan perusahaan atau obyek lain, seseorang dapat menghindarkan diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi.

c. Dorongan Untuk Menghemat Pajak

Beberapa negara di dunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

Pada dasarnya, tujuan orang melakukan investasi adalah untuk menghasilkan sejumlah uang. Semua orang mungkin setuju dengan pernyataan tersebut. Tetapi pernyataan tersebut nampaknya terlalu sederhana. Tujuan investasi yang lebih luas adalah untuk meningkatkan kesejahteraan moneter, yang bisa diukur dengan penjumlahan pendapatan saat ini ditambah nilai saat ini pendapatan masa datang.

Sumber dana untuk investasi bisa berasal dari aset-aset yang dimiliki saat ini, pinjaman dari pihak lain, ataupun tabungan. Investor yang mengurangi konsumsinya saat ini akan mempunyai kemungkinan kelebihan dana untuk ditabung. Dana yang berasal dari tabungan tersebut, jika diinvestasikan akan memberikan harapan meningkatnya kemampuan konsumsi investor masa datang, yang diperoleh dari meningkatnya kesejahteraan investor tersebut (Tendelililn, 2001).

Keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung oleh pihak luar. Beberapa studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi antara lain Myers (1977) yang memperkenalkan *Investment Opportunities Set* (IOS) atau kesempatan investasi. IOS memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan dimasa yang akan datang. Jadi prospek perusahaan dapat ditaksir dari *investment opportunity set* (IOS), yang definisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi dimasa akan datang dengan *net present value* positif.

IOS memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan, karena IOS merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki dan opsi investasi yang akan datang, dimana IOS tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan. Secara umum dapat dikatakan bahwa IOS menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan *expenditure* perusahaan untuk kepentingan di masa yang akan datang.

Kesempatan investasi atau *investment opportunity set* diukur dengan menggunakan rumus *Capital Addition to Assets Book Value Ratio* (CAP/BVA). Kallapur dan Trombley (1999) dalam Wahyudi dan Pawestri (2006) menyatakan bahwa rasio CAP/BVA menunjukkan adanya aliran tambahan aktiva produktifnya, yang sekaligus menunjukkan adanya potensi pertumbuhan perusahaan. Rumus CAP/BVA ini adalah sebagai berikut :

$$CAP/BVA = \frac{(\text{Nilai buku aktiva tetap } t - \text{Nilai buku aktiva tetap } t - 1)}{\text{Total Aktiva}}$$

3. Keputusan Pendanaan

a. Pengertian Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang diambil manajer untuk menggalang dana yang dibutuhkan perusahaan untuk investasi dan operasinya (Brealey, 2008). Wijaya (2001) menjelaskan bahwa manajer harus mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan. Masing-masing sumber dana mempunyai konsekuensi dan karakteristik finansial yang berbeda. Sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan didapat dari *retained earning* dan depresiasi. Sumber dana eksternal dibedakan menjadi dua kategori, yaitu pembelanjaan dengan hutang dan pembelanjaan sendiri. Bauran penggunaan modal sendiri dan hutang untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut dengan keputusan struktur modal perusahaan.

Menentukan kebijakan struktur modal atau keputusan pendanaan harus melibatkan antara risiko dan tingkat pengembalian karena dengan penambahan hutang akan memperbesar risiko perusahaan dan sekaligus memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang makin tinggi akibat dari besarnya hutang cenderung menurunkan harga saham. Hal tersebut diperlukan suatu struktur modal yang optimal dengan mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian yang dapat memaksimumkan nilai perusahaan. Struktur modal optimal adalah struktur modal yang memaksimumkan harga saham perusahaan, dan ini memerlukan rasio utang yang lebih rendah dari pada rasio utang yang memaksimumkan *EPS* (Brigham dan Houston, 2001).

b. Pengukuran Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan dikonfirmasi melalui variabel-variabel terukur, sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kallapur dan Trobley (1999), Smith dan Watts (1992) dalam Wahyudi (2006) yaitu:

1. *Book Debt to Equity Ratio* (BDE)

Rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas.

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

2. *Book Debt to Asset Ratio* (DBA)

Rasio ini mengukur persentase dana yang disesuaikan oleh kreditur dalam membiayai aktiva perusahaan.

$$BDA = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

3. *Long Term Debt Equity Ratio* (LDE)

Rasio ini menunjukkan perbandingan antara klaim keuangan jangka panjang yang digunakan untuk mendanai kesempatan investasi jangka panjang dengan pengembalian (rate of return) jangka panjang pula.

$$LDE = \frac{\text{Total Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

4. *Market Debt Equity Ratio* (MDE)

Rasio ini menunjukkan perbandingan antara nilai buku hutang dengan nilai pasar ekuitas.

$$MDE = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Jumlah Saham Beredar} * \text{Closing Price}}$$

c. **Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan**

Menurut Brigham dan Houston (2001) terdapat empat faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal:

1) Risiko Bisnis

Risiko bisnis atau tingkat risiko yang terkandung dalam operasi perusahaan apabila ia tidak menggunakan hutang. Makin besar risiko bisnis perusahaan, makin rendah rasio hutang yang optimal.

2) Posisi Pajak Perusahaan

Alasan utama menggunakan hutang adalah karena biaya bunga dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak, sehingga menurunkan biaya hutang yang sesungguhnya.

3) Fleksibilitas Keuangan

Penyediaan modal diperlukan untuk operasi yang stabil, yang merupakan faktor yang sangat menentukan keberhasilan jangka panjang perusahaan.

4) Konservatisme atau Agresivitas Manajemen

Sebagian manajer lebih agresif dari yang lain, sehingga sebagian perusahaan lebih cenderung menggunakan hutang untuk meningkatkan laba.

d. Faktor-Faktor yang Berpengaruh Dalam Pengambilan Keputusan Pendanaan

Menurut Brigham dan Houston (2001) terdapat faktor-faktor yang umumnya dipertimbangkan perusahaan ketika mengambil keputusan mengenai struktur modal diantaranya:

- 1) Stabilitas penjualan
- 2) Struktur aktiva
- 3) Leverage operasi
- 4) Tingkat pertumbuhan
- 5) Profitabilitas
- 6) Pajak
- 7) Pengendalian
- 8) Sikap manajemen
- 9) Sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat
- 10) Kondisi pasar
- 11) Kondisi internal perusahaan

12) Fleksibilitas keuangan

e. Teori Keputusan Pendanaan

Teori struktur modal menurut Brigham dan Houston (2011) terdiri dari:

1) Pendekatan Modigliani dan Miller (MM)

Teori ini dikemukakan oleh Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller pada tahun 1958, yang membuktikan bahwa dengan menggunakan asumsi yang patut dipertanyakan, bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh keputusan struktur modalnya. Tetapi, hasil yang ditemukan oleh MM patut dipertanyakan karena menggunakan asumsi yang patut dipertanyakan, diantaranya:

1. Tidak ada biaya pialang
2. Tidak ada pajak
3. Tidak ada biaya kebangkrutan
4. Investor dapat meminjam dengan tingkat yang sama seperti perusahaan
5. Seluruh informasi memiliki informasi yang sama seperti manajemen tentang peluang investasi perusahaan dimasa depan
6. EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang

Pendekatan yang dikemukakan oleh MM pada tahun 1958 ini mendapatkan kritikan keras, sehingga pada tahun 1963, dalam keadaan ada pajak, maka keputusan pendanaan menjadi relevan. Pajak membuat penggunaan hutang menjadi menguntungkan karena ada penghematan pajak, hal ini membuat nilai perusahaan yang memiliki hutang lebih besar

dibandingkan perusahaan tanpa hutang. MM berpendapat bahwa struktur modal memiliki hubungan yang positif dengan nilai perusahaan.

2) Teori Pertukaran (*Trade-Off Theory*)

Model *trade off theory* menggambarkan bahwa suatu perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan hutang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan. Model *trade off* merupakan pengembangan dari teori MM mengenai *irrelevance capital structure hypothesis*. Semakin besar penggunaan hutang, maka semakin besar keuntungan dari penggunaan hutang tapi biaya *financial distress* dan *agency cost* juga meningkat bahkan lebih besar. Jadi penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai titik tertentu. Implikasi *trade off theory* adalah perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi lebih baik menggunakan hutang yang sedikit dan perusahaan yang terkena tingkat pajak tinggi memperoleh penghematan pajak yang lebih tinggi bila menggunakan hutang.

3) *Pecking Order Theory*

Hipotesis *pecking order* menggambarkan sebuah hirarki dalam pencarian dana perusahaan dimana perusahaan memilih menggunakan *internal equity* untuk membayar dividen dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. Apabila perusahaan membutuhkan dana eksternal, maka akan lebih memilih hutang sebelum *eksternal equity*. *Internal equity* diperoleh dari laba ditahan dan depresiasi. Hutang diperoleh dari pinjaman kreditur, sedangkan *eksternal equity* diperoleh karena

perusahaan menerbitkan saham baru. Sesuai dengan teori *pecking order*, maka investasi akan dibiayai dengan dana internal terlebih dahulu. Kemudian baru diikuti dengan penerbitan hutang yang terdiri atas hutang bebas risiko dan hutang beresiko, setelah hutang tidak mencukupi maka langkah terakhir dilakukan dengan penerbitan saham baru. Hal tersebut dilakukan guna memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan.

Dalam model *pecking order* sederhana (*simple pecking order model*), hutang biasanya bertambah ketika investasi melebihi laba ditahan dan hutang berkurang jika investasi kurang dari laba ditahan. Tetapi dalam pandangan *pecking order theory* yang kompleks (*complex pecking order model*) menurut Myers (1984), bahwa perusahaan lebih perhatian pada *financial cost* (biaya pendanaan) saat ini dan masa datang. Dengan menyeimbangkan *financial cost*, mungkin terjadi pada perusahaan yang *expected investment*-nya besar akan mempertahankan kapasitas *risk debt* agar tetap rendah guna menghindari dibatalkannya investasi di masa datang atau menghindari investasi didanai dengan *risk security* baru.

Hipotesis *Pecking Order* menurut Myers (1984) didasarkan pada 4 asumsi yaitu:

- a) *Dividend policy* bersifat konstan
- b) Lebih baik dana internal dibanding eksternal
- c) Bila menggunakan dan eksternal pilih surat berharga bebas risiko

- d) Diperlukan banyak dana eksternal maka memilih urutan surat berharga dari *risk free debt*, *risk debt*, *convertible security*, saham preferen dan *common stock*.

4) Teori Sinyal (*Signalling Hypothesis Theory*)

Dengan asumsi informasi asimetris dimana manajer memiliki informasi yang berbeda tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan yang dimiliki investor, maka calon investor akan beranggapan perusahaan akan menerbitkan obligasi jika prospek menguntungkan dan menerbitkan saham jika prospek tidak menguntungkan atau perusahaan menghadapi risiko yang tinggi.

4. Kebijakan Dividen

a. Pengertian Kebijakan Dividen

Dalam Sartono (2001), yang dimaksud dengan kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa datang. Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Perubahan besarnya dividen mengandung dua akibat yang saling bertentangan, oleh sebab itu diperlukan kebijakan dividen optimal. Kebijakan dividen yang optimal ialah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimumkan harga saham perusahaan (Brigham dan Weston, 1994). Menurut Keown (2000),

kebijakan deviden perusahaan meliputi rasio pembayaran dividen yang menunjukkan jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap pendapatan perusahaan dan stabilitas dividen sepanjang waktu.

Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan biaya modal alternatif dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya dimasa datang.

b. Macam-Macam Dividen

Pembagian dividen yang umumnya didasarkan atas akumulasi laba ditahan atau atas beberapa pos modal lainnya, dibagikan dalam bentuk bermacam-macam diantaranya (www.digilib.petra.ac.id):

1. Dividen Kas (*Cash Dividend*)

Dividen yang umumnya dibagikan adalah dalam bentuk kas. Bagi perusahaan, dividen ini menurunkan saldo laba dan kas. Untuk itu, perusahaan perlu memperhatikan ketersediaan uang kas untuk pembayaran dividen sebelum membuat pengumuman dividen.

2. Dividen Aktiva (*Property Dividend*)

Dividen ini merupakan suatu pendistribusian sebagian keuntungan kepada pemegang saham dalam bentuk aktiva selain kas, seperti surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki perusahaan, barang dagangan, *real estate* atau investasi dalam bentuk lain yang dirancang dewan direksi.

3. Dividen Utang (*Scrip Dividend*)

Dividen ini timbul apabila laba ditahan oleh perusahaan jumlahnya mencukupi untuk pembayaran dividen tetapi saldo kas tidak mencukupi, sehingga perusahaan harus mengeluarkan *scrip dividend*, yaitu janji tertulis untuk membayar sejumlah dividen tertentu pada masa yang akan datang.

4. Dividen Likuidasi (*Liquidation Dividend*)

Dividen ini merupakan pengembalian dari investasi pemegang saham dan bukan dari laba. Pembayaran dividen ini berasal dari modal yang merupakan hasil dari donasi pihak luar atau pemegang saham lainnya dan bukan merupakan pengembalian dari kontribusi tertentu.

5. Dividen Saham (*Stock Dividend*)

Pendistribusian tambahan lembar saham perusahaan kepada pemegang saham sebagai dividen (tanpa dipungut bayaran dari pemegang saham) sebanding dengan saham-saham yang dimilikinya.

c. Teori Kebijakan Dividen

Dalam Brigham dan Houston (2001) terdapat beberapa teori kebijakan dividen, diantaranya:

1. Dividen Tidak Relevan

Menurut Modigliani-Miller (MM), nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh pembayaran dividen. MM berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh pendapatan yang dihasilkan oleh

aktivitasnya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi diantara dividen dan laba ditahan.

2. Teori *Bird In-the Hand*

Menurut Brigham dan Houston (2001), Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri (K_s) akan naik jika DPR rendah karena investor lebih suka menerima deviden dari pada capital gains. Investor memandang *dividen yield* (D_1/P_0) lebih pasti dari pada *capital gains yield* (g). Jadi, perusahaan yang menganut konsep ini harus membagikan seluruh EAT dalam bentuk dividen.

3. Teori Perbedaan Pajak (*tax Differential Theory*)

Teori ini dipopulerkan oleh Litzenberger dan Ramaswamy. Menurut Sartono (2001), "teori ini menyatakan bahwa adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan capital gains, membuat para investor menyukai capital gains karena dapat menunda pembayaran pajak". Oleh karena itu, investor akan mensyaratkan keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* yang tinggi dan *capital gains yield* yang rendah dari pada saham, makanya perusahaan lebih baik menahan seluruh EAT ($DPR=0\%$)

4. Teori *Signaling Hypotesis*

Menurut Atmaja (2003), suatu kenaikan dividen merupakan sinyal bahwa perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa mendatang, demikian juga sebaliknya. Teori *signaling hypotesis* adalah teori yang

menyatakan bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai pertanda bagi perkiraan manajemen atau laba.

5. Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan, sehingga menurut teori ini, dividen seharusnya ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu. Kelompok investor dengan tingkat pajak yang tinggi akan menghindari dividen, karena dividen mempunyai tingkat pajak yang tinggi dibandingkan capital gains. Selain itu, capital gain juga dapat menunda pembayaran pajak. Sebaliknya, kelompok investor dengan pajak yang rendah akan menyukai dividen. Selanjutnya, kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai DPR yang tinggi. Sedangkan, kelompok pemegang saham yang tidak membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

d. Macam-Macam Kebijakan Dividen

Dalam praktiknya ada beberapa kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan untuk menentukan besarnya dividen yang dibagikan. Menurut Brigham dan Weston (1994) mengemukakan beberapa macam kebijakan dividen antara lain:

1. Kebijakan Dividen Residual

Kebijakan dividen ini akan dibayarkan sama dengan laba yang perlu ditahan untuk membiayai anggaran modal perusahaan yang optimal.

Dengan kata lain, dividen yang dibayarkan merupakan sisa (residual) setelah semua usulan investasi yang menguntungkan habis dibiayai.

2. Dividen yang Konstan atau Naik Secara Mantap

Kebijakan ini berarti bahwa *Dividend Per Share* yang dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan keuntungan netto yang diperoleh.

3. Dividen yang Konstan

Dalam kebijakan ini perusahaan membagikan suatu persentase laba yang konstan sebagai dividen.

4. Dividen yang Tetap Kecil Tetapi Ditambah Pembayaran Ekstra

Kebijakan dividen yang tetap kecil tetapi ditambah dengan pembayaran ekstra pada akhir tahun jika terdapat kelebihan dana merupakan kompromi antara dividen yang mantap dengan tingkat dividen yang konstan. Oleh karena itu, jika laba dan arus kas perusahaan sangat fluktuatif, kebijakan ini dapat menjadi pilihan terbaik.

5. Rencana Reinvestasi Dividen (*Dividend Reinvestment Plan- DPR*)

DPR merupakan rencana yang memungkinkan pemegang saham untuk secara otomatis menginvestasikan kembali dividennya dalam bentuk saham perusahaan, baik melibatkan saham yang beredar maupun saham yang baru diterbitkan.

e. Prosedur Pembayaran Dividen

Brigham dan Houston (2001), menyebutkan beberapa prosedur pembagian dividen yang sebenarnya adalah sebagai berikut:

1. Tanggal Pengumuman (*Declaration Date*)

Declaration Date adalah tanggal keputusan untuk membagikan dividen pada RUPS, atau tanggal pada saat direksi perusahaan mengumumkan rencana pembayaran dividen.

2. Tanggal Pencatatan Pemegang Saham (*Date of Record*)

Date of Record adalah tanggal keputusan bahwa para pemegang saham pada tanggal tersebut dinyatakan berhak untuk menerima dividen.

3. Tanggal Ex- Dividend (*Ex-Dividend Date*)

Ex-Dividend adalah tanggal pada saat hak atas dividen periode berjalan dilepaskan dari sahamnya yaitu lima hari sebelum *date of record*. Pada tanggal ini atau sesudahnya pembeli tidak berhak untuk memperoleh dividen yang akan dibagikan.

4. Tanggal Pembayaran

Payment Date merupakan tanggal kapan dividen tersebut akan dibayarkan.

f. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividen

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi dividen suatu perusahaan. Warchowicz (1998) dalam Sari (2010) menyebutkan bahwa pertimbangan - pertimbangan yang berhubungan dengan konsep teori pembayaran dividen dan penilaian perusahaan adalah sebagai berikut:

1. Peraturan – Peraturan Hukum

Peraturan hukum penting dilakukan untuk menetapkan batasan-batasan hukum dimana kebijakan dividen perusahaan dapat digunakan.

Peraturan-peraturan hukum ini berhubungan dengan penurunan modal, ketidaksolvabilitas dalam laba ditahan yang tidak semestinya.

2. Kebutuhan Pendanaan Perusahaan

Dalam menentukan penafsiran kebutuhan pendanaan perusahaan, diperlukan anggaran kas, proyeksi laporan sumber, penggunaan dana dan proyeksi laporan arus kas. Tujuan utamanya adalah menentukan arus kas dan posisi kas perusahaan yang mungkin terjadi tanpa adanya perubahan kebijakan dividen.

3. Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam keputusan dividen. Dividen merupakan arus kas keluar, semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan, semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

4. Kemampuan Untuk Meminjam

Posisi *likuid* bukan merupakan satu-satunya cara untuk memberikan perlindungan dan fleksibilitas keuangan terhadap ketidakpastian. Jika memiliki kemampuan untuk memperoleh pinjaman dalam waktu singkat, perusahaan dapat dikatakan fleksibilitas keuangan yang relatif baik. Semakin besar dan semakin kuat perusahaan, makin baik jalan masuk ke pasar modal. Semakin besar kemampuan meminjam perusahaan, semakin besar fleksibilitas keuangan dan semakin besar kemampuannya untuk membayarkan dividen kas. Jika perusahaan melakukan pendanaan

melalui utang, manajemen tidak perlu terlalu mengkhawatirkan pengaruh dividen kas terhadap likuiditas perusahaan.

5. Batasan- Batasan Dalam Pemberian Utang

Perjanjian perlindungan dalam perjanjian obligasi atau peminjam seringkali berisikan batasan- batasan pembayaran dividen. Batasan ini digunakan oleh pemberi pinjaman untuk menjaga kemampuan perusahaan membayar utang. Jika batasan ini diterapkan maka akan mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

6. Pengendalian

Jika perusahaan membayar dividen dalam jumlah yang besar, perusahaan perlu mencari modal melalui penjualan saham untuk mendanai peluang investasi yang memungkinkan. Para pemegang saham lebih memilih pembayaran dividen yang rendah dan pendanaan kebutuhan investasi melalui laba ditahan. Kebijakan dividen ini tidak memaksimalkan kekayaan seluruh pemegang saham, namun kebijakan dividen tersebut dilakukan demi kepentingan terbaik pihak yang memiliki kendali.

5. Penelitian Terdahulu

Tabel 1
Penelitian Terdahulu

No	Judul Penelitian (Nama – Tahun penelitian)	Variabel Penelitian	Alat Analisis	Hasil Penelitian
1	Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan serta beberapa faktor yang mempengaruhinya.	Variabel Dependen Nilai Perusahaan Variabel Independen X. Kebijakan hutang	<i>Linear Structural Relations (LISREL)</i>	Kebijakan hutang berpengaruh tidak signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

	(Soliha Euis dan Taswan, 2002)			
2	Analisis pengaruh insider ownership, kebijakan hutang dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan serta faktor-faktor yang mempengaruhinya. (Taswan, 2003)	Variabel Dependen Nilai Perusahaan Variabel Independen X. Kebijakan hutang X. Kebijakan dividen	<i>Linear Structural Relations (LISREL)</i>	kebijakan hutang berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan, kebijakan dividen berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan.
3	Dampak set peluang investasi terhadap nilai perusahaan (Hasnawati, 2005)	Variabel Dependen Y. Nilai Perusahaan Variabel Independen X. IOS	<i>Linear Structural Relations (LISREL)</i>	Keputusan investasi berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.
4	Implikasi tentang struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. (Wahyudi dan Pawestri, 2006)	Variabel Dependen Y. Nilai Perusahaan Variabel Independen X. Keputusan investasi X. Keputusan pendanaan X. Kebijakan Dividen	<i>Path Analysis</i>	Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi keputusan investasi dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
5	Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kualitas laba dan nilai perusahaan. (Rachmawati dan Hanung, 2007)	Variabel Dependen Y. Nilai Perusahaan Nilai Perusahaan Variabel Independen X. IOS	Regresi Berganda	<i>IOS</i> berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
6	Struktur kepemilikan, keputusan keuangan dan nilai perusahaan (Haruman, 2008)	Variabel Dependen Y. Nilai Perusahaan Variabel Independen X. Keputusan investasi X. Keputusan pendanaan X. Kebijakan dividen	<i>Regresi linear berganda</i>	Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.
7	Pengaruh kebijakan leverage, kebijakan dividen dan <i>earning per share</i> terhadap nilai perusahaan. (Gultom dan Syarif, 2009)	Variabel Dependen Y. Nilai Perusahaan Variabel Independen X. Kebijakan <i>leverage</i> X. Kebijakan Dividen	Regresi Berganda	<i>Leverage ratio</i> berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. <i>Dividend payout ratio</i> tidak berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan
8	Pengaruh keputusan	Variabel Dependen	Regresi	<i>Price earning ratio</i> ,

	investasi, kebijakan dividen dan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. (Wijaya dan Wibawa, 2010)	Y. Nilai Perusahaan Variabel Independen X. Keputusan investasi X. Kebijakan dividen X. Keputusan pendanaan	Berganda	<i>dividend payout ratio</i> dan <i>debt equity ratio</i> berpengaruh signifikan positif terhadap <i>price to book value</i> .
9	Pengaruh struktur modal dan dividen terhadap nilai perusahaan (Safitrie, 2010)	Variabel Dependen Y. Nilai Perusahaan Variabel Independen X. Struktur modal	Regresi Berganda	Struktur modal berpengaruh tidak signifikan negatif terhadap nilai perusahaan
10	Pengaruh kebijakan dividen dan earning per share terhadap harga saham (Sari, 2010)	Variabel Dependen Y. Harga saham Variabel Independen X. Kebijakan dividen	Regresi Berganda	<i>Dividend payout ratio</i> berpengaruh signifikan positif terhadap harga saham

Semua penelitian yang dipaparkan merupakan penelitian yang relevan terhadap penelitian yang akan dilakukan yaitu menguji pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Tetapi hasil penelitian tersebut belum menemukan hasil yang konsisten terhadap nilai perusahaan. Pengukuran terhadap nilai perusahaan yang sering digunakan oleh peneliti adalah *Price to Book Value* dan Tobin's Q Sedangkan keputusan investasi yang sering digunakan adalah *Market to Book Value Equity Ratio* (MVE/BVE) dan *Capital Addition to Assets Book Value Ratio* (CAP/BVA) serta *Debt Ratio*, *Debt Equity Ratio* sebagai proksi pengukuran keputusan pendanaan serta *Dividend Payout Ratio* sebagai proksi kebijakan dividen.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, maka peneliti tertarik untuk menggunakan Tobin's Q sebagai proksi nilai perusahaan, *capital addition to asset book value ratio* (CAP/BVA) sebagai

proksi keputusan investasi, *debt to equity ratio* sebagai proksi keputusan pendanaan dan DPR sebagai proksi kebijakan dividen.

6. Pengembangan Hipotesis

a) Hubungan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan untuk memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang, Tandelilin (2001). Kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan akan menentukan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan dan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Apabila perusahaan salah dalam pemilihan investasi, maka kelangsungan perusahaan akan terganggu dan hal ini tentunya akan mempengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan.

Investasi yang dilakukan perusahaan pada dasarnya adalah untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan mencapai tujuan perusahaan. Untuk mencapai tujuan perusahaan manajer membuat keputusan investasi yang menghasilkan *net present value* positif. Fama (1978) mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Keputusan investasi ini tidak dapat diamati secara langsung. Oleh sebab itu, 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 IOS.

Hasnawati (2005) menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi tersebut lebih kuat dibentuk oleh indikator peluang-peluang investasi di masa yang akan datang dibandingkan dengan komposisi aset dalam perusahaan. Wibawa dan Wijaya (2010) menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi tersebut dibentuk melalui indikator nilai pasar saham yang dipengaruhi oleh peluang investasi dan pengeluaran *discretionary* di masa yang akan datang (Myers, 1977; Myeong dan Hyeon, 1998 dalam Wibawa dan Wijaya 2010).

Berdasarkan penjelasan diatas, dapat disimpulkan bahwa keputusan investasi yang dilakukan manajer dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena memberikan sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang.

b) Hubungan Keputusan Pendanaan Dengan Nilai Perusahaan.

Keputusan pendanaan merupakan kebijakan tentang keputusan pembelanjaan atau pembiayaan investasi. Keputusan pendanaan ini mencakup cara bagaimana mendanai kegiatan perusahaan agar optimal, cara memperoleh dana untuk investasi yang efisien dan cara mengomposisikan sumber dana optimal yang harus dipertahankan (Murtini, 2008). Keputusan pendanaan merupakan komposisi pendanaan internal dan eksternal. Apabila

sumber pendanaan internal tidak mencukupi, maka perusahaan akan mengambil sumber pendanaan dari luar, salah satunya dari hutang. Apabila pendanaan perusahaan didanai melalui hutang, maka akan terjadi efek *tax deductible*. Artinya, perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak. Pengurangan pajak ini akan menambah laba bagi perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat (Haruman, 2008). 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.

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. Selain itu ia juga menemukan bahwa harga saham perusahaan naik apabila diumumkan akan diterbitkan pinjaman yang digunakan untuk membeli kembali saham perusahaan tersebut. Murtini (2008) menyatakan bahwa peningkatan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan hutang akan digunakan perusahaan untuk biaya operasional perusahaan sehingga dapat

meningkatkan penjualan yang akhirnya dapat meningkatkan laba dan *free cash flow* yang secara otomatis juga akan meningkat.

Berdasarkan penjelasan diatas, dapat disimpulkan bahwa keputusan pendanaan yang berasal dari sumber dana eksternal atau hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena peningkatan hutang diartikan tentang kemampuan perusahaan membayar kewajibannya di masa yang akan datang sehingga perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa datang yang dapat membuat investor berpersepsi positif terhadap perusahaan serta karena adanya efek *tax deductible* yang dapat meningkatkan laba perusahaan.

c) **Hubungan Kebijakan Dividen Dengan Nilai Perusahaan**

Kebijakan deviden merupakan *corporate action* yang penting yang harus dilakukan perusahaan. Kebijakan tersebut berupa penentuan berapa banyak keuntungan yang akan diperoleh oleh pemegang saham. Keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham ini akan menentukan kesejahteraan para pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan (Haruman, 2008). Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka perusahaan akan dianggap semakin baik. Perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan akan semakin baik pula, biasanya tercermin melalui peningkatan harga saham perusahaan. Hal ini sejalan dengan pendapat Rozeff (1982) dalam Haruman (2008) yang menganggap bahwa dividen nampaknya mengandung informasi atau isyarat prospek perusahaan.

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 payuot ratio* suatu perusahaan, maka nilai perusahaan tersebut akan semakin rendah. *Dividend signalling theory* yang menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Fama dan French (1998) dalam Wijaya dan Wibawa (2010) menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari kebijakan deviden memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif bagi perusahaan. Wijaya dan Wibawa (2010) menemukan bahwa kebijakan deviden berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, sehingga perusahaan akan membayar deviden yang besar kepada pemegang saham karena dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pengumuman pembayaran dividen dapat meningkatkan *return*

saham yang menunjukkan prospek perusahaan akan baik di masa yang akan datang.

B. Kerangka Konseptual

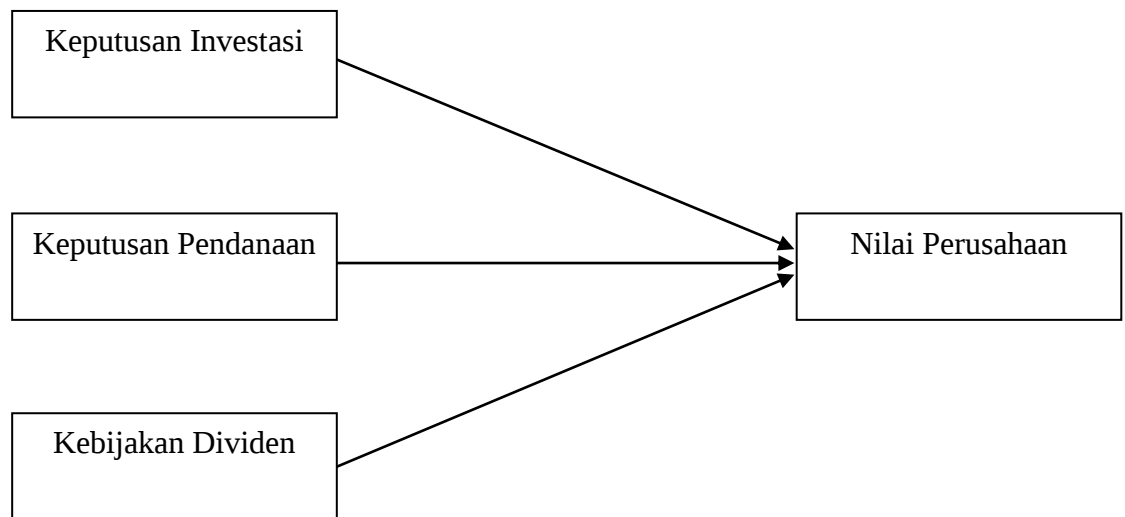
Tujuan perusahaan yang ingin dicapai adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui implementasi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan ini saling terkait, sehingga manajer harus memutuskan secara tepat dan hati-hati.

Keputusan investasi mencakup pengalokasian dana, baik dana yang berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Implementasi keputusan investasi sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana dalam perusahaan yang berasal dari sumber pendanaan internal dan sumber pendanaan eksternal. Dengan memperhatikan sumber-sumber pembiayaan, perusahaan memiliki beberapa alternatif pembiayaan untuk menentukan struktur modal yang tepat bagi perusahaan. Jadi fungsi pendanaan perusahaan adalah menentukan sumber dana yang optimal, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham.

Meningkatnya nilai perusahaan dapat menarik minat investor untuk menanamkan modalnya. Dalam hal ini manajer harus memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagikan seluruhnya atau

hanya sebagian dibagikan sebagai dividen dan sisanya akan ditahan dalam bentuk laba ditahan perusahaan.

Untuk itu dapat digambarkan kerangka konseptual sebagai berikut:



Gambar 2.1 Kerangka Konseptual Penelitian

C. Hipotesis

Berdasarkan latar belakang masalah dan teori yang dikemukakan diatas maka penulis mengajukan hipotesis sebagai berikut:

- H₁: Keputusan Investasi berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan
- H₂: Keputusan Pendanaan berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan
- H₃: Kebijakan Dividen berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

BAB V

PENUTUP

A. Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk melihat sejauhmana pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada Tahun 2008-2010. Berdasarkan hasil temuan penelitian dan pengujian hipotesis yang telah diajukan dapat disimpulkan bahwa:

1. Keputusan investasi berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
2. Keputusan pendanaan berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
3. Kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

B. Keterbatasan Penelitian

Meskipun penulis telah berusaha merancang dan mengembangkan penelitian sedemikian rupa, namun masih terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini yang masih perlu revisi. Dalam penelitian ini, terdapat beberapa proksi yang dapat digunakan untuk mengukur pengaruh keputusan

investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Tetapi, peneliti hanya menggunakan satu proksi dalam mengukur pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Selain itu, peneliti hanya menggunakan faktor internal perusahaan sebagai variabel independen yang mempengaruhi nilai perusahaan.

C. Saran

Berdasarkan keterbatasan yang melekat pada penelitian ini, maka saran dari penelitian ini, yaitu:

1. Untuk perusahaan, sebaiknya keputusan yang diambil manajer dalam pelaksanaan fungsi manajemen keuangan adalah keputusan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.
2. Untuk investor, sebaiknya menanamkan modal pada perusahaan yang memiliki nilai perusahaan yang tinggi.
3. Untuk penelitian yang sama, sebaiknya menggunakan proksi yang berbeda dalam keputusan investasi seperti *Total Asset Growth*, *Market to Book Asset Ratio* dan *Market to Book Value Equity Ratio (MVE/BVE)* dan *Capital Addition to Market Value Ratio (CAP/MVA)*. Keputusan pendanaan seperti *Debt to Asset Ratio (BDA)*, *Long Term Debt Equity Ratio (LDE)* dan *Market Debt Equity Ratio (MDE)* serta Kebijakan dividen dengan menggunakan *Dividend Yield Ratio*.

4. Melakukan penelitian dengan menggunakan faktor eksternal seperti tingkat suku bunga, tingkat inflasi, kurs mata uang dan situasi politik sebagai variabel independen.