

**PENGARUH KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DEVIDEN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN**
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI)

SKRIPSI

*Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Memperoleh
Gelar Sarjana Ekonomi Strata Satu (S1)*



Oleh :
AZHARI HIDAYAT
2009 / 98677

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2013**

HALAMAN PERSETUJUAN UJIAN SKRIPSI

Judul : **PENGARUH KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DEVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2008 – 2011)**

Nama : Azhari Hidayat

NIM / BP : 98677 / 2009

Program Studi : Akuntansi

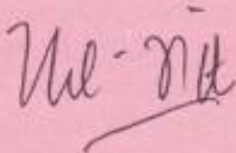
Keahlian : Akuntansi Keuangan

Fakultas : Ekonomi

Padang, Juli 2013

Disetujui oleh:

Pembimbing I



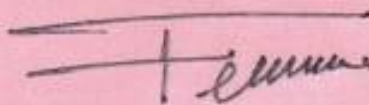
Nelvirita, SE, M.Si, Ak
NIP. 19740706 199903 2 002

Pembimbing II



Charoline Cheiviyanny, SE, M.Ak.
NIP. 19801019 200604 2 002

Mengetahui
Ketua Program Studi Akuntansi



Fefri Indra Arza, SE, M.Sc, Ak
NIP. 19730213 199903 1 003

HALAMAN PENGESAHAN LULUS UJIAN SKRIPSI

Dinyatakan Lulus Setelah Dipertahankan di depan Tim Penguji Skripsi

Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi

Universitas Negeri Padang

**PENGARUH KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DEVIDEN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN**

Nama : Azhari Hidayat

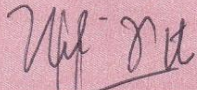
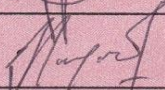
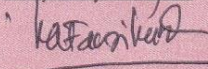
NIM / BP : 98677 / 2009

Program Studi : Akuntansi

Fakultas : Ekonomi

Padang, September 2013

Tim Penguji

- | | Nama | Tanda Tangan |
|---------------|-----------------------------------|---|
| 1. Ketua | : Nelvirita, SE, M.Si, Ak |  |
| 2. Sekretaris | : Charoline Cheisvianny, SE, M.Ak |  |
| 3. Anggota | : Nayang Helmayunita, SE, M.Sc |  |
| 4. Anggota | : Eka Fauzihardani, SE, M.Si, Ak |  |

SURAT PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : Azhari Hidayat
NIM/Tahun Masuk : 98677 / 2009
Tempat/Tanggal Lahir : Bukittinggi / 12 Juni 1991
Program Studi : Akuntansi
Keahlian : Akuntansi Keuangan
Fakultas : Ekonomi
Alamat : Jln. Padang Kemiling No. 17, Tunggul Hitam, Padang
No. Hp/Telepon : 0856 6000127
Judul Skripsi : **PENGARUH KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DEVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

dengan ini menyatakan bahwa :

1. Karya tulis/skripsi saya ini, adalah asli dan belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar akademik (Sarjana), baik di UNP maupun Perguruan Tinggi lainnya.
2. Karya tulis ini murni gagasan, rumusan, dan pemikiran saya sendiri, tanpa bantuan pihak lain, kecuali arahan dari 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 cara 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.

Demikianlah 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, Juli 2013
Yang menyatakan



AZHARI HIDAYAT
NIM. 98677

ABSTRAK

Azhari Hidayat. 98677. Pengaruh Kebijakan Hutang dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan.

Pembimbing I : Nelvirita, SE, M.Si, Ak

II : Charoline Cheiviyanny, SE, M.Ak

Penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris. (1) Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. (2) Pengaruh kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini tergolong penelitian kausatif. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2008-2011. Sampel ditentukan berdasarkan metode *purposive sampling*, sebanyak 45 perusahaan. Pengumpulan data dengan metode dokumentasi pada www.idx.co.id. Teknik analisis data dengan menggunakan analisis regresi berganda, nilai perusahaan sebagai variabel dependen, kebijakan hutang dan kebijakan deviden sebagai variabel independen. Pengolahan data dengan bantuan SPSS versi 17.0 *for windows*.

Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa (1) Pengaruh yang tidak signifikan positif antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan dengan nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $1,590 < 2,0181$ dengan nilai signifikansi $0,114 > 0,05$ (H_1 ditolak). (2) Pengaruh yang signifikan positif antara kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan dengan nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ yaitu $2,185 > 2,0181$ dengan nilai signifikansi $0,030 < 0,05$ (H_2 diterima).

Berdasarkan hasil penelitian ini, disarankan bagi perusahaan emiten agar berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan agar dapat menarik minat para investor untuk berinvestasi, misalnya dengan cara menetapkan kebijakan hutang dan kebijakan deviden yang optimal dalam perusahaan. Selain itu juga disarankan bagi para investor agar dalam melakukan penilaian terhadap suatu perusahaan juga memperhatikan faktor lain yang dapat mempengaruhi nilai suatu perusahaan. Bagi penelitian selanjutnya hendaknya memperbanyak jumlah sampel dan menambahkan variabel lain yang mempengaruhi nilai perusahaan.

KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur penulis sampaikan kehadirat Allah SWT, atas rahmat, ridho dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan skripsi yang berjudul **”Pengaruh Kebijakan Hutang dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan”**. Penulisan skripsi ini adalah untuk memenuhi persyaratan untuk mendapatkan gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

Dalam penulisan skripsi ini penulis tidak terlepas dari hambatan dan rintangan. Namun demikian, atas bimbingan, bantuan, arahan, serta dukungan dari berbagai pihak maka penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Penulis secara khusus mengucapkan terima kasih kepada Ibu Nelvirita, SE, M.Si, Ak dan Ibu Charoline Cheiviyanny, SE, M.Ak selaku dosen pembimbing yang telah banyak menyediakan waktu dan pemikirannya dalam penyusunan skripsi ini.

Pada kesempatan ini, penulis juga ingin mengucapkan terima kasih kepada:

1. Dekan dan Pembantu Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
2. Ketua dan Sekretaris Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
3. Bapak dan Ibu Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang, khususnya Program Studi Akuntansi serta karyawan yang telah membantu penulis selama menuntut ilmu di kampus ini.

4. Kedua orang tua beserta kakak dan adik tercinta serta segenap keluarga penulis yang telah memberikan dukungan moril dan materil serta motivasi sehingga penulis dapat menyelesaikan studi dan menyelesaikan skripsi ini.
5. Teman-teman Akuntansi Fakultas Ekonomi UNP khususnya angkatan 2009, terima kasih atas dukungan dan bantuan kepada penulis dalam penulisan skripsi ini.

Dengan segala keterbatasan yang ada, penulis tetap berusaha untuk menyelesaikan penulisan skripsi ini dengan baik. Oleh karena itu, penulis mengharapkan kritik dan saran dari pembaca guna kesempurnaan skripsi ini. Akhir kata, penulis berharap semoga skripsi ini bermanfaat bagi kita semua.

Padang, 2013

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTRAK	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	vi
DAFTAR GAMBAR	vii
DAFTAR LAMPIRAN	viii
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Perumusan Masalah	7
C. Tujuan Penelitian	7
D. Manfaat Penelitian	8
BAB II KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL, DAN HIPOTESIS	9
A. Kajian Teori	9
1. Nilai Perusahaan	9
2. Kebijakan Hutang	17
3. Kebijakan Deviden	26
B. Penelitian Terdahulu	39
C. Hubungan Antar Variabel	41
D. Kerangka Konseptual	43
E. Hipotesis	45
BAB III METODE PENELITIAN	46
A. Jenis Penelitian	46
B. Populasi dan Sampel	46
C. Jenis Data	49
D. Sumber Data	49
E. Teknik Pengumpulan Data	49
F. Variabel Penelitian dan Pengukuran	50

G. Uji Asumsi Klasik	52
H. Teknik Analisis Data	54
I. Definisi Operasional	57
BAB IV TEMUAN PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	59
A. Gambaran Umum Bursa Efek Indonesia	59
B. Deskriptif Data	64
C. Hasil Uji Asumsi Klasik	77
D. Pengujian Model	81
E. Pengujian Hipotesis	85
F. Pembahasan	86
BAB V PENUTUP	90
A. Kesimpulan	90
B. Keterbatasan Penelitian	90
C. Saran	91
DAFTAR PUSTAKA.....	92
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1. Kriteria Pengambilan Sampel	47
2. Daftar Perusahaan Sampel	48
3. Data Perkembangan PBV	66
4. Data Perkembangan DER	69
5. Data Perkembangan DPR	73
6. Hasil Statistik Deskriptif	76
7. Hasil Uji Normalitas (Sebelum Transform)	77
8. Hasil Uji Normalitas (Setelah Transform)	78
9. Hasil Uji Multikolonearitas	79
10. Hasil Uji Heterokedastisitas	80
11. Hasil Uji Autokorelasi	81
12. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	82
13. Hasil Uji F Statistik (ANOVA)	83
14. Hasil Uji Hipotesis (t_{hitung})	84

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
1. Kerangka Konseptual	44

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1. Tabulasi Pemilihan Sampel	96
2. Deskriptif Data	101
3. Hasil Uji Asumsi Klasik	108
4. Hasil Uji Model	110

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Sebuah perusahaan didirikan tentunya mempunyai tujuan yang jelas. Tujuan perusahaan yang pertama adalah untuk mencapai keuntungan maksimal atau laba yang sebesar-besarnya. Tujuan perusahaan yang kedua adalah ingin memakmurkan pemilik perusahaan atau para pemilik saham. Sedangkan tujuan perusahaan yang ketiga adalah memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Ketiga tujuan perusahaan tersebut sebenarnya secara substansial tidak banyak berbeda. Hanya saja penekanan yang ingin dicapai oleh masing-masing perusahaan berbeda antara yang satu dengan yang lainnya (Martono dan Agus Harjito, 2005:2).

Tujuan perusahaan dalam jangka panjang adalah mengoptimalkan nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Nilai perusahaan atau juga disebut dengan nilai pasar perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Nurlela dan Ishaluddin, 2008 dalam Kusumadilaga, 2010). Nilai perusahaan juga didefinisikan sebagai nilai pasar karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat (Hasnawati, 2005 dalam Wijaya dan Wibawa, 2010). Sehingga dari pengertian tersebut nilai perusahaan diukur dengan menggunakan harga saham. 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, 2005).

Dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan, pemegang saham mempercayakan pengelolaan kepada pihak lain (pihak manajemen). Ketika pemegang saham mempercayakan pengelolaan kepada pihak lain, para pemilik mengharapkan pihak manajemen akan berjuang sekuat tenaga untuk meningkatkan nilai kemakmuran pemegang saham. Para pemegang saham membayar jasa profesional pihak manajemen untuk mengedepankan kepentingan pemegang saham, yaitu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham tersebut. Manajer selaku penerima amanah dari pemilik perusahaan seharusnya menentukan kebijakan yang dapat meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham yaitu memaksimumkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2001:16).

Nilai perusahaan dapat dilihat dari *Price to Book Value* (PBV) yang merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham (Ang, 1997). Berdasarkan perbandingan tersebut maka dapat diketahui apakah harga saham berada di atas atau di bawah nilai buku. Oleh karena itu, keberadaan PBV sangat penting bagi para investor untuk menentukan strateginya. Menurut Ahmed dan Nanda (2004), hampir semua keputusan investasi di pasar modal didasarkan pada perkembangan PBV. PBV yang tinggi akan membuat investor percaya atas prospek perusahaan ke depan.

Besarnya PBV tidak terlepas dari beberapa kebijakan yang diambil perusahaan. Salah satu kebijakan yang sangat sensitif terhadap PBV adalah

kebijakan hutang (Euis dan Taswan, 2002). Menurut Brigham dan Gapenski (1996), nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui kebijakan hutang. Besarnya hutang yang digunakan oleh perusahaan adalah suatu kebijakan yang berhubungan dengan struktur modal.

Dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan, pemegang saham mempercayakan pengelolaannya kepada pihak lain (pihak manajemen). Hubungan manajer dengan pemegang saham dalam *agency theory* digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal* (Schroeder *et.al.* 2001). Manajer sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*. Manajer harus mengambil keputusan bisnis terbaik untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Keputusan bisnis yang diambil manajer adalah memaksimalkan sumber daya perusahaan. Namun demikian pemegang saham tidak dapat mengawasi semua keputusan dan aktivitas yang dilakukan manajer. Suatu ancaman bagi pemegang saham jika manajer bertindak untuk kepentingan sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory* yaitu adanya konflik kepentingan atau konflik agensi.

Konflik agensi terbagi menjadi dua bentuk, yaitu : (1) konflik agensi antara pemegang saham dan manajer. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham di antaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan, (2) konflik agensi antara pemegang saham dan kreditor, konflik ini muncul saat

pemegang saham melalui manajer mengambil proyek yang risikonya lebih besar dari yang diperkirakan kreditor.

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Sebagian perusahaan menganggap bahwa penggunaan hutang dirasa lebih aman daripada menerbitkan saham baru. Menurut Babu dan Jaine (1998), terdapat empat alasan mengapa perusahaan lebih menyukai menggunakan hutang daripada saham baru, yaitu (1) adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga; (2) Biaya transaksi pengeluaran hutang lebih murah daripada biaya transaksi emisi saham baru; (3) lebih mudah mendapatkan pendanaan hutang daripada pendanaan saham; (4) Kontrol manajemen lebih besar dengan adanya hutang baru daripada saham baru.

Dengan demikian semakin tinggi kebijakan hutang yang dilakukan, maka akan semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan pernyataan Mogdiliani dan Miller (1963) bahwa semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini berkaitan dengan adanya keuntungan dari pengurangan pajak karena adanya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang tersebut mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Penelitian Euis Soliha & Taswan (2002) juga menemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan akan maksimum, apabila perusahaan semakin banyak menggunakan hutang yang disebut dengan *corner optimum debt decision* (Mutamimah, 2003).

Selain kebijakan hutang, kebijakan deviden juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan deviden merupakan hal yang penting menyangkut apakah arus kas akan dibayarkan kepada para pemegang saham atau akan ditahan untuk diinvestasikan kembali oleh perusahaan. Jika dibayarkan kepada para pemegang saham, besarnya deviden yang dibagikan tergantung kepada kebijakan masing-masing perusahaan. Kebijakan deviden dalam suatu perusahaan merupakan hal yang kompleks karena melibatkan kepentingan banyak pihak. Tujuan investasi pemegang saham adalah untuk meningkatkan kesejahteraannya dengan memperoleh *return* dari dana yang diinvestasikan tersebut.

Kebijakan deviden pada dasarnya adalah penentuan besarnya porsi keuntungan yang akan diberikan kepada pemegang saham dalam bentuk deviden. Besarnya deviden ini dapat mempengaruhi harga saham. Apabila deviden yang dibayar tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi. Sebaliknya jika deviden yang dibayarkan kecil maka harga saham perusahaan tersebut juga rendah. Kemampuan membayar deviden erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar deviden juga besar. Oleh karena itu, dengan deviden yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan. (Matono dan Agus Harjito, 2005: 3). Deviden memiliki peran yang penting dalam menjelaskan nilai perusahaan.

Menurut Hatta (2002) dalam Wijaya dan Wibawa (2010), terdapat sejumlah perdebatan mengenai bagaimana kebijakan deviden 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.

Penelitian Muslimin (2006) menunjukkan bahwa kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, walaupun pengaruhnya terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan, namun arah koefisien *path* dalam penelitian ini adalah positif. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan saham institusional meningkatkan nilai perusahaan dan dengan adanya peningkatan deviden akan nilai perusahaan, artinya semakin besar deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham akan semakin tinggi nilai perusahaan.

Penelitian terkait nilai perusahaan merupakan hal yang penting, karena penilaian perusahaan (*corporate value*) merupakan bagian penting dalam proses privatisasi perusahaan. Proses ini seringkali hanya memperhatikan aspek keuangan yang terfokus pada nilai aset fisik (*tangible asset*) yang direfleksikan dalam bentuk laporan *balance sheets* dan *income statement*. Nilai potensial suatu perusahaan dapat dilihat atas dua hal, yaitu modal keuangan dan modal intelektual. Para CEO perusahaan seringkali hanya memperhatikan aspek modal keuangan, sementara peranan modal intelektual menjadi suatu keharusan dalam paradigma organisasi di era global. Selain itu,

sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur, karena perusahaan manufaktur biasanya lebih bereaksi terhadap perubahan dan kejadian-kejadian ekonomi (Ria, 2013).

Berdasarkan latar belakang masalah terkait kebijakan hutang yang merupakan salah satu kebijakan yang sangat sensitif terhadap nilai perusahaan (PBV) serta terdapat sejumlah perdebatan mengenai bagaimana kebijakan deviden mempengaruhi nilai perusahaan, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“Pengaruh Kebijakan Hutang dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan” (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2008 – 2011).**

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, maka perumusan masalah adalah sebagai berikut :

1. Apakah kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah kebijakan deviden berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian adalah sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.
2. Untuk mengetahui pengaruh kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan.

D. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi pihak-pihak sebagai berikut :

1. Bagi Penulis

Meningkatkan pengetahuan dan pemahaman penulis tentang pengaruh kinerja keuangan yang mencakup kebijakan hutang, dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan.

2. Bagi Dunia Bisnis

Memberikan kontribusi bagi dunia bisnis, khususnya bagi para pemakai laporan keuangan agar dapat mengambil keputusan yang tepat serta bagi pihak perusahaan untuk melakukan tindakan pencegahan dan perbaikan sebelum terjadinya kebangkrutan.

3. Bagi Dunia Pendidikan

Memberikan kontribusi bagi dunia pendidikan dalam hal pengembangan teori mengenai kebijakan hutang, kebijakan deviden, dan nilai perusahaan.

BAB II

KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL, DAN HIPOTESIS

A. Kajian Teori

1. Nilai Perusahaan

a. Pengertian Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan (Euis dan Taswan, 2002).

Menurut Husnan (2000) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Sedangkan menurut Keown (2004) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Menurut Fama (1978) dalam Wahyudi *et.al*, (2006), nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai aset perusahaan sesungguhnya. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator

nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

b. Tujuan Memaksimumkan Nilai Perusahaan

Perusahaan menciptakan nilai tujuannya tidak untuk kepentingan dirinya sendiri, tetapi untuk menciptakan nilai jangka panjang untuk para pemegang saham. Menurut Syamsudin (1992) dalam Lifessy (2011), perusahaan memaksimumkan nilai perusahaan adalah dengan mempertimbangkan hal-hal sebagai berikut :

- 1) Memaksimumkan nilai perusahaan bermakna lebih luas daripada memaksimumkan laba, karena memaksimumkan nilai berarti mempertimbangkan pengaruh nilai waktu terhadap nilai uang.
- 2) Memaksimumkan nilai berarti mempertimbangkan berbagai resiko terhadap arus pendapatan perusahaan.
- 3) Mutu dari arus dana yang diharapkan diterima di masa yang akan datang mungkin beragam.

Penilaian perusahaan (*corporate value*) merupakan bagian penting dalam proses privatisasi perusahaan. Proses ini seringkali hanya memperhatikan aspek keuangan yang terfokus pada nilai aset fisik (*tangible asset*) yang direfleksikan dalam bentuk laporan *balance sheets* dan *income statement*. Nilai potensial suatu perusahaan dapat dilihat atas dua hal, yaitu

modal keuangan dan modal intelektual. Para CEO perusahaan seringkali hanya memperhatikan aspek modal keuangan, sementara peranan modal intelektual menjadi suatu keharusan dalam paradigma organisasi di era global.

c. Peningkatan Nilai Perusahaan

Menurut Weston dan Thomas (1997) dalam Lifessy (2011) ada lima langkah yang dapat digunakan untuk meningkatkan nilai perusahaan, yaitu :

1) Sinkronisasi Aset

Sinkronisasi aset berarti menciptakan keserasian antar aset. Manajemen perlu memastikan bahwa antara proses operasi tahap pertama, kedua dan selanjutnya menggunakan sistem dan teknologi yang sejalan dan *compatible*. Demikian juga perlu dilakukan sinkronisasi antar unit, antar divisi dan antar direktorat. Perlu dipastikan bahwa apa yang dikerjakan di satu unit kerja sejalan dengan apa yang dikerjakan oleh unit kerja lain.

2) Efisiensi Kerja

Peningkatan efisiensi biasanya membutuhkan waktu yang cukup panjang. Lebih panjang dibandingkan dengan waktu untuk melakukan sinkronisasi. Ada tiga faktor yang mempengaruhi keberhasilan usaha peningkatan efisiensi, yaitu dukungan sistem kerja, proses pembelajaran, dan manajemen manusianya.

3) Perbaikan Produktivitas

Sinkronisasi dan efisiensi merupakan syarat perbaikan produktivitas, artinya perusahaan dapat bekerja secara efisien dan efektif. Semakin sedikit sumber daya untuk menghasilkan sejumlah keluaran atau produk, dan produk tersebut sesuai dengan spesifikasi yang diharapkan. Kinerja perusahaan yang baik nampak pada peningkatan profitabilitas, tergantung pada permasalahan perusahaan dan karakter dari industri dimana perusahaan tersebut berada. Pada umumnya paling tidak diperlukan waktu satu tahun untuk dapat melihat hasil perbaikan perusahaan sampai menunjukkan peningkatan laba.

4) Perbaikan Arus Kas

Sejalan dengan sasaran pengelolaan keuangan perusahaan, keberhasilan sebuah perusahaan bukan saja berdasarkan laba tetapi juga berdasarkan arus kasnya, terutama kas operasional (*operational cash flow*). Besar kecilnya laba sangat tergantung pada sistem akuntansi yang diterapkan. Perubahan kebijakan akuntansi secara otomatis mengubah angka profitabilitas. Jadi sebaiknya jangan terlalu percaya dengan angka laba yang dicantumkan dalam laporan keuangan. Lain halnya dengan arus kas, angka arus kas diperoleh dengan dua cara, yaitu dengan cara langsung dan dengan cara tidak langsung. Angka arus kas yang dihitung dengan cara langsung tidak mengalami kontaminasi kebijakan akuntansi, jadi angka ini lebih netral dibandingkan dengan angka laba.

5) Peningkatan Nilai

Peningkatan nilai berarti memaksimalkan nilai perusahaan. nilai sebuah perusahaan didasarkan atas kesehatan arus kas operasinya. Maksimalisasi nilai berarti upaya manajemen supaya proyeksi arus kas perusahaan akan selalu sehat dan membaik dari waktu ke waktu.

Menurut Indriyo (2002) dalam Lifessy (2011), aspek-aspek sebagai pedoman perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan adalah sebagai berikut :

1) Menghindari resiko yang tinggi

Bila perusahaan sedang melaksanakan operasi yang berjangka panjang, maka harus dihindari tingkat resiko yang tinggi. Proyek-proyek yang memiliki kemungkinan laba yang tinggi tetapi mengandung resiko yang tinggi perlu dihindarkan. Menerima proyek-proyek tersebut dalam jangka panjang berarti suatu kegagalan yang dapat mematahkan kelangsungan hidup perusahaan.

2) Membayarkan deviden

Deviden adalah pembagian laba kepada para pemegang saham oleh perusahaan. Deviden harus sesuai dengan kebutuhan perusahaan maupun kebutuhan para pemegang saham. Pada saat perusahaan sedang mengalami pertumbuhan, deviden yang dibayarkan kemungkinan kecil, hal ini dimaksudkan agar perusahaan dapat memupuk dana yang diperlukan pada saat pertumbuhan itu. Akan tetapi, jika keadaan perusahaan sudah mapan, dimana pada saat itu

penerimaan yang diperoleh sudah cukup besar sedangkan kebutuhan pemupukan dana tidak terlalu besar maka deviden yang dibayarkan dapat diperbesar jumlahnya.

3) Mengusahakan pertumbuhan.

Apabila perusahaan dapat mengembangkan penjualan, hal ini dapat membuat terjadinya keselamatan usaha di dalam persaingan di pasar. Maka perusahaan yang berusaha memaksimalkan nilai perusahaan harus secara terus-menerus mengusahakan pertumbuhan dari penjualan dan penghasilannya.

4) Mempertahankan tingginya harga pasar saham.

Harga saham di pasar merupakan perhatian utama bagi manajer keuangan untuk memberikan kemakmuran kepada para pemegang saham atau pemilik perusahaan. Manajer harus selalu berusaha ke arah itu untuk mendorong masyarakat agar bersedia menanamkan uangnya ke dalam perusahaan itu. Dengan pemilihan investasi yang tepat, maka perusahaan akan mencerminkan petunjuk sebagai tempat penanaman modal yang bijaksana bagi masyarakat. Hal ini akan membantu mempertinggi nilai perusahaan.

d. Faktor yang Mempengaruhi Peningkatan Nilai Perusahaan

Manajemen perlu memaksimalkan tiga faktor dalam memaksimalisasi nilai perusahaan (Weston dan Thomas : 1997 dalam Mira : 2011), yaitu :

1) Pastikan bahwa tidak ada aset potensial perusahaan yang tersimpan.

Manajemen sering mengabaikan aset potensial tidak berwujud seperti :

(a) Nama baik perusahaan merupakan salah satu kekayaan yang bisa hilang bila tidak mendapat perhatian serius.

(b) Kemampuan dalam melakukan penelitian dan pengembangan juga merupakan salah satu potensi yang perlu dipertimbangkan.

(c) Demikian juga dengan kekayaan tersembunyi berupa dampak dari tindakan pemasaran yang bisa berjangka panjang.

2) Pastikan bahwa pendanaan perusahaan juga sehat.

Pendanaan yang baik menekankan biaya modal yang optimis meningkatkan nilai perusahaan.

3) Manajemen perlu memastikan bahwa organisasi mendukung segala strategi yang diterapkan dalam memaksimalkan nilai perusahaan.

e. Pengukuran Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diukur dengan menggunakan rasio *Price to Book Value* (PBV). Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham, 1999: 92) dalam Rika (2010) yang diproksikan dengan:

$$PBV = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Harga Saham}}$$

Nilai perusahaan merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi, oleh karena itu nilai perusahaan membutuhkan proksi. Nilai perusahaan dapat

diukur dengan *Price Book Value* (PBV). Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Weston dan Brigham, 2001 : 92).

Pada penelitian ini, peneliti memakai *Price Book Value* (PBV) sebagai ukuran nilai perusahaan. *Price Book Value* (PBV) yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan ke depan. Semakin tinggi nilai PBV maka semakin tinggi suatu perusahaan dinilai oleh para investor dibandingkan dengan dan yang telah ditanamkan oleh perusahaan. PBV juga menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan yang relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan.

Rendahnya PBV dapat mengindikasikan menurunnya kualitas dan kinerja fundamental emiten yang bersangkutan. PBV ini juga memberikan sinyal kepada investor apakah harga yang dibayarkan atau diinvestasikan kepada perusahaan tersebut terlalu tinggi atau tidak jika perusahaan di asumsikan tiba-tiba bangkrut, maka kewajiban utamanya membayar hutang terlebih dahulu, setelah itu baru dibagikan sisa aset kepada para pemegang saham.

Jadi konsep utama PBV adalah kapitalisasi pasar dibagi oleh nilai buku. Nilai buku dengan basis seluruh perusahaan atau per sahamnya saja. Rasio ini jelas membandingkan nilai pasar terhadap nilai perusahaan berdasarkan laporan keuangan (*financial statement*). Maka dapat diartikan PBV dapat digunakan untuk semua jenis perusahaan sebab nilai buku dapat

mejadi ukuran yang rasional untuk menilai perusahaan (Reily dan Brown dalam Lifessy, 2011). Sejalan dengan itu, Tandelilin (2001) mengatakan hubungan dari PBV ini dipakai sebagai pendekatan alternatif untuk menentukan nilai suatu saham, karena secara teoritis nilai pasar suatu saham haruslah mencerminkan nilai bukunya.

2. Kebijakan Hutang

a. Pengertian Hutang

Hutang adalah pengorbanan ekonomi yang harus dilakukan perusahaan di masa yang akan datang karena tindakan atau transaksi sebelumnya. Pengorbanan ekonomi dapat berbentuk uang, aktiva, jasa-jasa atau dilakukannya pekerjaan tertentu. Hutang mengakibatkan adanya ikatan yang memberikan hak kepada kreditur untuk mengklaim aktiva perusahaan (Nurwahyudi dan Mardiyah, 2004).

b. Jenis-jenis Hutang

Hutang dapat digolongkan ke dalam tiga jenis, yaitu (Riyanto, 1995) :

- 1) Hutang jangka pendek (*short-term debt*), yaitu hutang yang jangka waktunya kurang dari satu tahun. Sebagian besar hutang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan, yaitu kredit yang diperlukan untuk dapat menyelenggarakan usahanya, meliputi kredit rekening koran, kredit dari penjual (*levancier crediet*), kredit dari pembeli (*afnemers crediet*), dan kredit wesel.

- 2) Hutang jangka menengah (*intermediate-term debt*), yaitu hutang yang jangka waktunya lebih dari satu tahun dan kurang dari sepuluh tahun. Kebutuhan membelanjai usaha melalui kredit ini karena adanya kebutuhan yang tidak dapat dipenuhi melalui kredit jangka pendek maupun kredit jangka panjang. Bentuk utama dari hutang jangka menengah adalah *term loan* dan *lease financing*.
- 3) Hutang jangka panjang (*longterm debt*) yaitu hutang yang jangka waktunya lebih dari sepuluh tahun. Hutang jangka panjang ini digunakan untuk membiayai ekspansi perusahaan. Bentuk utama dari hutang jangka panjang adalah pinjaman obligasi (*bonds-payable*) dan pinjaman hipotik (*mortgage*).

Sedangkan untuk tujuan pelaporan, hutang diklasifikasikan menjadi dua jenis yaitu (Stice, 2004) :

- 1) Hutang lancar merupakan kewajiban yang akan jatuh tempo dalam satu tahun dalam siklus operasi normal perusahaan.
- 2) Hutang tidak lancar merupakan kewajiban yang jatuh temponya lebih dari satu tahun.

Perbedaan antara hutang lancar dan tidak lancar adalah hal penting karena berpengaruh terhadap rasio lancar perusahaan, dimana rasio lancar ini menggambarkan kondisi likuiditas perusahaan yaitu kemampuan perusahaan dalam membayar hutang lancarnya (Stice, 2004).

c. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan hutang ini berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Mamduh, 2004).

d. Teori Kebijakan Hutang

1) *Trade Off Theory*

Teori ini menganggap bahwa penggunaan hutang 100 persen sulit dijumpai. Kenyataannya semakin banyak hutang, maka semakin tinggi beban yang harus ditanggung. Satu hal yang penting bahwa dengan meningkatnya hutang, maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan. Beban yang harus ditanggung saat menggunakan hutang yang lebih besar adalah biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya. Menurut Mamduh (2004) biaya kebangkrutan cukup signifikan, dapat mencapai 20 persen nilai perusahaan. Biaya tersebut mencakup dua hal:

- a) Biaya langsung : biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, pengacara, dan lainnya yang sejenis.

- b) Biaya tidak langsung : biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan, perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal.

Teori *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey dan Myers, 1991). Teori ini memperbandingkan manfaat dan biaya atau keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang. Pada teori ini juga dijelaskan bahwa sebelum mencapai suatu titik maksimum, hutang akan lebih murah daripada penjualan saham karena adanya *tax shield*.

Implikasinya adalah semakin tinggi hutang maka akan semakin tinggi nilai perusahaan (Mutamimah, 2003). Namun, setelah mencapai titik maksimum, penggunaan hutang oleh perusahaan menjadi tidak menarik, karena perusahaan harus menanggung biaya keagenan, kebangkrutan serta biaya bunga yang menyebabkan nilai saham turun (Hermendito, 2001). Menurut Hermendito (2001), bahwa terdapat tiga kesimpulan tentang penggunaan hutang sebagai berikut :

1. Perusahaan dengan risiko yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan hutang yang lebih besar.
2. Perusahaan yang memiliki *tangible asset* dan *marketable asset* seharusnya dapat menggunakan hutang yang lebih besar daripada

perusahaan yang memiliki nilai terutama dari *intangible assets* seperti patent dan goodwill. Hal ini dikarenakan target rasio hutang yang tinggi akan mendapat manfaat pajak dari hutang.

3. Perusahaan-perusahaan di negara dengan tingkat pajak yang tinggi seharusnya memiliki hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya daripada perusahaan yang membayar pajak pada tingkat yang lebih rendah, karena bunga yang dibayar diakui pemerintah sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan.

2) *Pecking Order Theory*

Teori *pecking order* menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004). Penggunaan hutang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk hutang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham. Menurut Brealey dan Myers (1991), urutan pendanaan menurut teori *pecking order* adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan lebih menyukai *internal financing* (dana internal). Dana internal tersebut diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan menyesuaikan target *dividen payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.

3. Kebijakan dividen yang *sticky* ditambah fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diproksi, berarti terkadang aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi.
4. Apabila pendanaan eksternal diperlukan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu mulai dari penerbitan hutang *convertible bond* , dan alternatif paling akhir adalah saham.

3) *Signaling Theory*

Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan hutang.

Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak tahu informasi tersebut sehingga terdapat informasi yang tidak simetri (*asymmetric information*) antara manajer dan pemegang saham. Akibatnya, ketika struktur modal perusahaan mengalami perubahan, hal itu dapat membawa informasi kepada pemegang saham

yang akan mengakibatkan nilai perusahaan berubah. Dengan kata lain, perilaku manajer dalam hal menentukan struktur modal, dapat dianggap sebagai sinyal oleh pihak luar (Mamduh, 2004).

Ross (1977) mengembangkan model dimana struktur modal (penggunaan hutang) merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Apabila manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan ingin agar harga saham meningkat, perusahaan ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Manajer dapat menggunakan hutang lebih banyak, hal ini karena perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Dasar pertimbangannya adalah penambahan hutang menyebabkan keterbatasan arus kas dan meningkatnya biaya-biaya beban keuangan sehingga manajer hanya akan menerbitkan hutang baru yang lebih banyak apabila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajibannya. Investor diharapkan akan menangkap sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian hutang merupakan tanda atau sinyal positif bagi investor.

e. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

Menurut Mamduh (2004) terdapat beberapa faktor yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang, antara lain :

a) NDT (*Non-Debt Tax Shield*)

Manfaat dari penggunaan hutang adalah bunga hutang yang dapat digunakan untuk mengurangi pajak perusahaan. Namun untuk mengurangi pajak, perusahaan dapat menggunakan cara lain seperti depresiasi dan dana pensiun. Dengan demikian, perusahaan dengan NDT tinggi tidak perlu menggunakan hutang yang tinggi.

b) Struktur Aktiva

Besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan hutang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman.

c) Profitabilitas

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasinya akan menggunakan hutang yang relatif kecil. Laba ditahannya yang tinggi sudah memadai membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

d) Risiko Bisnis

Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan hutang yang lebih kecil untuk menghindari risiko kebangkrutan.

e) Ukuran Perusahaan

Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Di samping itu, perusahaan yang besar lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal.

f) Kondisi Internal Perusahaan

Kondisi internal perusahaan menentukan kebijakan penggunaan hutang dalam suatu perusahaan.

f. Pengukuran Kebijakan Hutang

Untuk mengukur sejauh mana perusahaan dibiayai dengan hutang salah satunya dapat dilihat melalui *Debt to Equity Ratio* (DER). *Debt to Equity Ratio* mencerminkan besarnya proporsi antara *total debt* (total hutang) dengan *total shareholder's equity* (total modal sendiri). Total debt merupakan *total liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan *total shareholder's equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang di setor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Menurut Robert Ang (1997) rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar di banding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur).

Untuk mengembangkan perusahaan dalam menghadapi persaingan, maka diperlukan adanya suatu pendanaan yang bisa digunakan untuk memenuhi kebutuhan tersebut. Sumber-sumber pendanaan perusahaan dapat diperoleh dari dalam perusahaan (internal) dan dari luar perusahaan (eksternal). Pada prakteknya dana-dana yang dikelola perusahaan harus dikelola dengan baik, karena masing-masing sumber dana tersebut mengandung kewajiban pertanggung jawaban kepada pemilik dana. Proporsi

antara modal sendiri (internal) dengan modal pinjaman (eksternal) harus diperhatikan, sehingga dapat diketahui beban perusahaan terhadap para pemilik modal tersebut.

Dalam manajemen keuangan proporsi antara jumlah dana dari luar lazim disebut sebagai struktur pendanaan atau struktur modal (*capital structure*). Brigham (1983) menyatakan bahwa dalam mengembangkan target *capital structure* perlu dilakukan analisis dari banyak faktor dengan mempertimbangkan kondisi keuangan perusahaan. Sumber dana dari pihak luar diperoleh dari pinjaman atau utang (baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang); sedangkan sumber dana dari pihak internal diperoleh dari modal saham (*equity*) dan laba tak dibagi (*retained earning*). Rasio antara sumber dana dari pihak eksternal (hutang) terhadap sumber dana pihak internal (ekuitas) lazim disebut sebagai *Debt to equity Ratio* (Brigham, 1983). Menurut Riyanto (1998), rasio *Debt to Equity Ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Jumlah Modal Sendiri}}$$

3. Kebijakan Dividen

a. Pengertian Dividen

Menurut Hendy (2008) dalam Ira (2011), dividen adalah pembagian sebagian laba perusahaan kepada para pemegang saham, dan menurut Soemarso (2005 : 193) dividen adalah pembagian keuntungan kepada pemilik perseroan terbatas. Salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham adalah

kemampuan perusahaan membayar deviden (Martono dan Agus, 2005:2) dalam Rika (2010). Nilai perusahaan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan membayar deviden. Besarnya deviden ini dapat mempengaruhi harga saham. Apabila deviden yang dibayarkan tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi, sebaliknya, jika deviden yang dibayarkan kecil, maka harga saham perusahaan tersebut juga rendah. Kemampuan membayar deviden erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar deviden juga besar.

b. Jenis-jenis Dividen

Menurut Skousen (2004: 907) dividen dilihat dari alat pembayarannya dibagi menjadi lima jenis yaitu:

1. Dividen tunai (*Cash Dividend*)

Dividen jenis ini dibagikan dalam bentuk kas atau uang tunai. Dividen tunai paling umum dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham. besar kecilnya pembagian dividen tergantung pada pembatasan-pembatasan, undang-undang, kontrak-kontrak dan jumlah uang yang dimiliki atau tersedia dalam perusahaan.

2. Dividen saham (*Stock Dividend*)

Pembayaran dividen dalam bentuk saham yaitu berupa pemberian tambahan saham kepada para pemegang saham tanpa diminta

pembayaran dan dalam jumlah saham yang sebanding dengan saham yang dimiliki.

3. Sertifikat dividen (*Script Dividend*)

Dividen dalam bentuk skrip maksudnya perusahaan tidak membayar pada saat itu tetapi memilih membayar pada masa yang akan datang karena saldo kas yang ada di tangan tidak mencukupi. Dividen ini dibagikan dengan tujuan agar perusahaan tetap dapat mempertahankan citra dan nama baik perusahaan.

4. Dividen harta

Aktiva yang dibagi dapat berupa surat berharga yang diterbitkan oleh perusahaan lain, barang-barang persediaan lain atau aktiva lain.

5. Dividen likuiditas

Dividen likuiditas merupakan pembayaran kembali modal yang disetor atau ditanam. Pembagian dividen dalam bentuk ini biasanya berasal dari selain laba ditahan.

Prosedur pembayaran dividen yang sebenarnya adalah sebagai berikut

(Brigham & Houston, 2001: 84) :

1. Tanggal pengumuman (*declaration date*)
2. Tanggal pencatatan pemegang saham (*holder of record date*)
3. Tanggal pemisahan dividen (*ex-dividen date*)
4. Tanggal pembayaran (*payment date*)

c. Kebijakan Dividen

Sartono (2001) menyatakan bahwa kebijakan dividen adalah suatu keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham, atau akan ditahan guna untuk pendanaan investasi dimasa yang akan datang.

Kebijakan dividen suatu perusahaan memiliki dua karakteristik, yaitu:

- 1) *Dividend Payout Ratio (DPR)*
- 2) Stabilitas dividen dari waktu ke waktu

d. Teori dan Isu Teoritis Kebijakan Dividen

Brigham (2001:103) menyatakan bahwa kebijakan dividen menyangkut tiga masalah, yaitu :

- 1) Seberapa banyak laba yang harus dibagikan secara rata-rata selama jangka waktu tertentu?
- 2) Apakah pembagian itu sebaiknya dalam bentuk dividen tunai atau pembelian kembali?
- 3) Apakah perusahaan sebaiknya mempertahankan tingkat pertumbuhan dividen yang stabil?

Brigham (2001: 66) menyebutkan terdapat tiga teori dari preferensi investor mengenai kebijakan dividen yang dapat mempengaruhi pandangan kita terhadap kebijakan dividen yaitu :

1. *Dividend Irrelevance Theory*

Dividend Irrelevance Theory adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ini mengikuti pendapat Modigliani dan Miller (MM), mereka berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan resiko bisnisnya. Dengan perkataan lain, MM berpendapat bahwa nilai perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan itu dibagi diantara dividen dan laba yang ditahan.

Untuk memahami argumen MM bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan, perlu diketahui bahwa setiap pemegang saham dapat menyusun kebijakan devidennya sendiri. Sebagai contoh, jika suatu perusahaan tidak membayar dividen, seorang pemegang saham yang menginginkan dividen dalam jumlah tertentu dapat menciptakan hal itu dengan menjual sahamnya sejumlah dividen yang diharapkannya. Sebaliknya, jika sebuah perusahaan membagikan dividen lebih tinggi dari yang diharapkan investor, maka dia dapat menggunakan dividen yang tidak diharapkannya itu untuk membeli lebih banyak saham dari perusahaan tersebut. Jika para investor dapat membeli dan menjual saham, sehingga menciptakan kebijakan devidennya sendiri tanpa mengeluarkan biaya, kebijakan dividen perusahaan akan menjadi benar-benar tidak relevan.

Namun perhatikan bahwa investor yang menghendaki tambahan deviden harus mengeluarkan biaya pialang untuk menjual saham, dan investor yang tidak menghendaki deviden harus membayar pajak atas deviden yang tidak diinginkan dan membayar biaya pialang untuk membeli saham dengan deviden setelah dikurangi dengan pajak. Karena biaya pajak dan pialang memang ada, maka kebijakan deviden dapat lebih relevan.

Dalam mengembangkan teori deviden mereka, MM membuat sejumlah asumsi, khususnya tentang ketiadaan biaya pajak dan pialang. Jelas biaya pajak dan pialang memang ada, jadi teori ketidakrelevanan MM mungkin tidak benar. Akan tetapi, MM menyanggah (dengan benar) bahwa semua teori ekonomi didasarkan pada asumsi-asumsi yang sifatnya menyederhanakan, dan bahwa keabsahan suatu teori harus dinilai berdasarkan pengujian empiris, tidak berdasarkan realisme dari asumsi-asumsi tersebut.

Kesimpulan utama dari teori ketidakrelevanan deviden MM adalah bahwa kebijakan deviden tidak mempengaruhi tingkat pengembalian yang disyaratkan atas ekuitas.

2. *Bird in The Hand-Theory*

Teori ketidakrelevanan deviden yang dikemukakan oleh Modigliani-Miller (MM) telah diperdebatkan dengan hangat di kalangan akademik, khususnya Myron Gordon dan John Lintner yang berpendapat bahwa pengembalian yang disyaratkan atas ekuitas akan turun apabila

rasio pembagian deviden dinaikkan karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gains*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan dengan seandainya mereka menerima deviden.

Gordon dan Lintner berkata bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari deviden daripada pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal karena komponen hasil deviden risikonya lebih kecil. MM tidak setuju dengan pendapat ini, menurut pandangan MM, kebanyakan investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali deviden mereka dalam saham dari perusahaan bersangkutan atau perusahaan sejenis, dan dalam banyak kasus, tingkat resiko dari arus kas perusahaan bagi investor dalam jangka panjang hanya ditentukan oleh tingkat arus kas operasinya, bukan oleh kebijakan pembagian devidennya.

3. Teori Preferensi Pajak

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor mungkin lebih menyukai pembagian deviden yang rendah daripada yang tinggi, alasan tersebut adalah :

- a. Tarif pajak terhadap pendapatan deviden lebih tinggi dibandingkan dengan tarif pajak terhadap keuntungan modal. Oleh karena itu, investor yang kaya (yang memiliki sebagian besar saham dan menerima sebagian besar deviden yang dibayarkan) mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba ke dalam

perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan deviden yang pajaknya lebih tinggi.

- b. Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual. Karena adanya efek nilai waktu, sejumlah pajak yang dibayarkan di masa mendatang mempunyai biaya efektif yang lebih rendah dari pada sejumlah pajak yang dibayarkan di hari ini.
- c. Jika selembaar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang karena ahli waris yang menggunakan saham itu dapat menggunakan nilai saham pada hari kematian sebagai dasar biaya mereka, dengan demikian mereka terhindar dari pajak keuntungan modal.

Karena adanya keuntungan-keuntungan pajak ini, para investor mungkin lebih suka perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. jika demikian, para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang pembagian devidennya rendah daripada untuk perusahaan sejenis yang pembagian devidennya tinggi.

Selain ketiga teori mengenai kebijakan dividen diatas, terdapat dua isu teoritis lainnya yang dapat mempengaruhi pandangan kita terhadap kebijakan dividen (Brigham, 2001 : 71) :

1. *Information Content, or Signalling Hypothesis*

Miller dan Modigliani berpendapat bahwa reaksi investor terhadap perubahan dalam kebijakan dividen tidak harus menunjukkan investor

lebih menyukai dividen daripada laba yang ditahan. Sebaliknya, mereka menyatakan bahwa perubahan harga saham sesudah pembagian dividen hanya menunjukkan ada kandungan informasi atau pengisyratan (*information, or signalling content*).

2. *Clientelle Effect*

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, kelompok yang berbeda atau klien dari pemegang saham menyukai kebijakan dividen yang berbeda pula. Menurut Brigham (2001), pengaruh klien atau *clientelle effect* adalah kecenderungan suatu perusahaan untuk menarik sekelompok investor yang menyukai kebijakan dividennya.

d. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden, antara lain (Sabar, 2003: 244) :

1) Posisi likuiditas perusahaan

Oleh karena deviden merupakan *cash flow out* maka perlu memperhatikan posisi likuiditas perusahaan. Apabila posisi likuiditas perusahaan baik, maka kemungkinan laba yang dibayarkan sebagai deviden tunai menjadi besar.

2) Biaya pengeluaran saham baru

Keperluan bisa dipenuhi dengan mengeluarkan saham baru, tetapi setiap pengeluaran saham baru tentu ada biayanya. Apabila biaya emisi saham baru tinggi mungkin lebih besar dari biaya modal dari laba

ditahan, maka mengakibatkan laba yang dibagikan sebagai deviden menjadi kecil, umumnya *dividend payout ratio* berkorelasi negatif dengan kebutuhan dana untuk investasi. Perusahaan yang dalam taraf pertumbuhan memerlukan kebutuhan dana untuk investasi yang besar sehingga mengakibatkan DPR cenderung rendah. Sebaliknya perusahaan yang sudah mencapai taraf *maturity* / stabil cenderung DPR nya tinggi.

3) Penggunaan hutang (*leverage*)

Johnson (1995) dalam Suharli (2005: 291) menyebutkan bahwa perusahaan yang memiliki hutang yang tinggi menyebabkan cenderung membayar deviden yang rendah, hal ini dikarenakan perusahaan lebih mengutamakan memenuhi kewajiban kepada kreditur terlebih dahulu sebelum memberikan deviden kepada pemegang saham.

4) Pengendalian

Pengeluaran saham baru akan mengakibatkan penambahan pemilik, sehingga proporsi kepemilikan saham lama semakin kecil dan mengakibatkan berkurangnya pengendalian perusahaan oleh pemilik saham lama. Oleh karena itu DPR cenderung kecil supaya pengendalian perusahaan oleh pemegang saham lama tetap besar / tidak berkurang.

5) Stabilitas keuntungan

Perusahaan yang mempunyai keuntungan yang stabil maka potensi untuk membagikan deviden menjadi besar tanpa khawatir untuk menurunkan deviden dimasa yang akan datang apabila laba merosot.

Tetapi apabila keuntungan perusahaan sangat fluktuatif, maka risiko kebangkrutannya besar sehingga kebijakan deviden dilakukan dengan DPR yang rendah.

6) Harapan pemodal

Preferensi pemodal terhadap deviden pada saat sekarang adalah bahwa deviden merupakan penerimaan kas yang sudah pasti sedangkan *capital gain* merupakan sesuatu yang belum pasti, oleh karena itu pemodal lebih suka kalau perusahaan melakukan kebijakan deviden dengan DPR tinggi.

7) *Stock split*

Pemecahan jumlah lembar saham menjadi lembar yang lebih banyak dengan cara memecah harga nominal saham per lembar secara proporsional.

e. Kebijakan Pembagian Deviden

Menurut Sutrisno (2000) dalam Munthe (2009), pembagian deviden secara tunai (*cash dividend*) terdiri dari beberapa bentuk, yaitu:

1. Kebijakan Pemberian Deviden Stabil

Kebijakan pemberian deviden yang stabil ini artinya deviden akan diberikan secara tetap per lembarnya untuk jangka tertentu walaupun laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi. Deviden stabil ini dipertahankan untuk beberapa tahun, dan kemudian bila laba yang diperoleh meningkat dan peningkatannya mantap dan stabil, maka

dividen juga akan ditingkatkan untuk selanjutnya dipertahankan selama beberapa tahun. Kebijakan pemberian dividen yang stabil ini banyak dilakukan oleh perusahaan, karena beberapa alasan, yaitu: (1) dapat meningkatkan harga saham, sebab dividen yang stabil dan dapat diprediksi dianggap mempunyai risiko lebih kecil, (2) dapat memberikan kesan kepada para investor bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik dimasa yang akan datang, (3) dapat menarik investor yang memanfaatkan dividen untuk keperluan konsumsi, sebab dividen selalu diberikan.

2. Kebijakan Dividen Meningkat

Dengan kebijakan ini perusahaan akan membayarkan dividen kepada pemegang saham dengan jumlah yang selalu meningkat dengan pertumbuhan yang stabil.

3. Kebijakan Dividen Dengan Rasio Yang Konstan

Kebijakan ini memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh oleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh semakin besar dividen yang dibayarkan, demikian pula sebaliknya bila laba kecil dividen dibayarkan juga kecil. Dasar yang digunakan sering disebut *Dividend Payout Ratio* (DPR).

4. Kebijakan Pemberian Dividen Reguler yang Rendah Ditambah Ekstra.

Kebijakan dengan cara ini, perusahaan menentukan jumlah pembayaran dividen per lembar yang dibagikan dalam jumlah kecil,

kemudian ditambahkan dengan ekstra deviden bila keuntungannya mencapai jumlah tertentu.

f. Pengukuran Kebijakan Dividen

Dividend Payout Ratio adalah persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai “*cash dividend*”. *Dividend payout ratio* merupakan perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share* pada periode yang bersangkutan (Wild, 2005).

Secara matematis, rumus untuk menentukan *Dividend Payout Ratio* (DPR) dapat ditulis sebagai berikut :

$$DPR = \frac{\text{Dividen tunai per saham}}{\text{Laba per saham}} \times 100\%$$

Di dalam komponen *dividend per share* terkandung unsur deviden, sehingga jika semakin besar deviden yang dibagikan maka semakin besar pula *dividend payout rationya*. Pembagian deviden yang besar bukannya tidak diinginkan oleh investor, tetapi jika *dividend payout ratio* lebih besar dari 25% dkuatirkan akan terjadi kesulitan likuiditas keuangan perusahaan dimasa yang akan datang.

Jadi, penilaian terhadap kebijakan deviden ini sangat penting bagi seorang investor. Karena melalui penilaian ini seoreng investor dapat menilai perusahaan mana yang akan memberikannya *return* yang besar namun tidak memikirkan dampak jangka panjang perusahaan dan mana perusahaan yang hanya memikirkan keberlangsungan perusahaan saja tanpa memikirkan nasib

pemegang saham yang telah memberikan modal kepada perusahaan tersebut, serta perusahaan yang memikirkan keduanya.

B. Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya terkait dengan nilai perusahaan, antara lain:

1. Euis Soliha & Taswan (2002) yang berjudul “Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya”, hasilnya adalah profitabilitas berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
2. Muslimin (2006) dalam penelitiannya yang membahas mengenai “Analisis struktur kepemilikan, kebijakan hutang dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan”. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan deviden. Struktur kepemilikan dan kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, walaupun pengaruhnya terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan, namun arah koefisien *path* dalam penelitian ini adalah positif. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan saham institusional meningkatkan nilai perusahaan dan dengan adanya peningkatan deviden akan nilai perusahaan, artinya semakin besar deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham akan semakin tinggi nilai perusahaan.

3. Sri Sofyaningsih dan Pancawati Hardiningsih (2011) yang berjudul “Struktur Modal, Kebijakan Deviden, Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan” hasilnya adalah kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
4. Fitri Mega Mulyanti (2010) yang berjudul “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan”. Hasilnya kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
5. Penelitian Rika Susanti (2010) yang berjudul “Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan, Studi Kasus pada Perusahaan Go Public yang Listed Tahun 2005 - 2008”, hasilnya adalah profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, Deviden berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
6. Penelitian Corry Margaretha Gultom (2009) yang berjudul “Pengaruh Kebijakan *Leverage*, Kebijakan Deviden dan *Earning Per Share* terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI”. Hasilnya adalah kebijakan leverage berpengaruh sangat signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kebijakan deviden dan EPS tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.
7. Penelitian Rosma Pakpahan (2010) yang berjudul “Pengaruh Faktor-Faktor Perusahaan dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan pada

Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2003-2007), hasilnya adalah hutang perusahaan (*leverage*) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, ROE berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara signifikan positif, deviden tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

C. Hubungan Antar Variabel

1. Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Salah satu kebijakan yang sangat sensitif terhadap PBV adalah kebijakan hutang (Euis dan Taswan, 2002). Menurut Brigham dan Gapenski (1996), nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui kebijakan hutang. Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Sebagian perusahaan menganggap bahwa penggunaan hutang dirasa lebih aman daripada menerbitkan saham baru. Menurut Babu dan Jaine (1998), terdapat empat alasan mengapa perusahaan lebih menyukai menggunakan hutang daripada saham baru, yaitu (1) adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga; (2) Biaya transaksi pengeluaran hutang lebih murah daripada biaya transaksi emisi saham baru; (3) lebih mudah mendapatkan pendanaan hutang daripada pendanaan saham; (4) Kontrol manajemen lebih besar dengan adanya hutang baru daripada saham baru.

Dengan demikian semakin tinggi kebijakan hutang yang dilakukan, maka akan semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan pernyataan Modigliani dan Miller (1963) dalam Miftah (2008) bahwa semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini berkaitan

dengan adanya keuntungan dari pengurangan pajak karena adanya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang tersebut mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Nilai perusahaan akan maksimum, apabila perusahaan semakin banyak menggunakan hutang yang disebut dengan *corner optimum debt decision* (Mutamimah, 2003). Pernyataan ini selaras dengan *Signaling Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan hutang.

2. Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan deviden berkaitan dengan kebijakan mengenai seberapa besar laba yang diperoleh perusahaan akan didistribusikan kepada pemegang saham. Kebijakan deviden dalam suatu perusahaan merupakan hal yang kompleks karena melibatkan kepentingan banyak pihak. Tujuan investasi pemegang saham adalah untuk meningkatkan kesejahteraannya dengan memperoleh *return* dari dana yang diinvestasikan tersebut. Kebijakan deviden pada dasarnya adalah penentuan besarnya porsi keuntungan yang akan diberikan kepada pemegang saham.

Nilai perusahaan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan membayar deviden. Besarnya deviden ini dapat mempengaruhi harga saham. Apabila deviden yang dibayarkan tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi, sebaliknya, jika deviden yang dibayarkan kecil, maka harga saham perusahaan tersebut juga rendah. Kemampuan membayar deviden erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba.

Jika perusahaan memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar deviden juga besar. Oleh karena itu, dengan deviden yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan. (Martono dan Agus, 2005: 3).

D. Kerangka Konseptual

Nilai Perusahaan merupakan persepsi atau penilaian investor terhadap suatu perusahaan, dimana sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi akan membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan atau juga disebut dengan nilai pasar perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual.

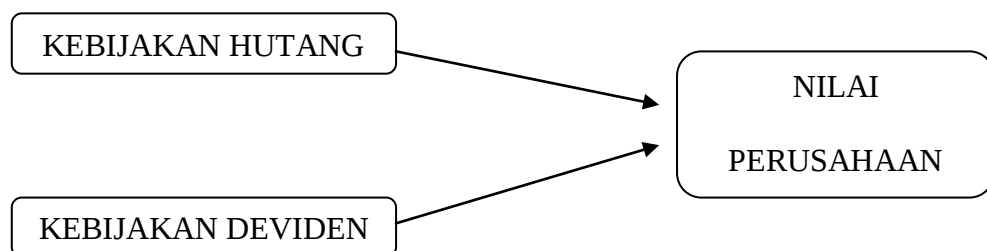
Fakta menunjukkan bahwa nilai kekayaan yang ditunjukkan pada neraca tidak memiliki hubungan dengan nilai pasar dari perusahaan. Hal ini disebabkan karena perusahaan memiliki kekayaan yang tidak bisa dilaporkan dalam neraca seperti manajemen yang baik, reputasi yang baik dan prospek yang cerah. Nilai perusahaan juga didefinisikan sebagai nilai pasar karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Sehingga dari pengertian tersebut nilai perusahaan diukur dengan menggunakan harga saham.

Salah satu kebijakan yang sangat sensitif terhadap nilai perusahaan adalah kebijakan hutang. Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini berkaitan dengan bagaimana perusahaan memanfaatkan hutang tersebut untuk mengoptimalkan laba perusahaannya.

Selain itu dengan adanya hutang, akan menimbulkan keuntungan dari pengurangan pajak karena adanya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang tersebut mengurangi penghasilan yang terkena pajak.

Nilai perusahaan juga dapat dilihat dari kemampuan perusahaan membayar dividen. Terkait dengan seberapa besar dividen yang akan didistribusikan kepada para pemegang saham, maka hal ini ditentukan berdasarkan kebijakan deviden sebuah perusahaan. Apabila dividen yang dibayar tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi. Kemampuan membayar dividen erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar dividen juga besar. Oleh karena itu, dengan dividen yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat digambarkan kerangka konseptual sebagai berikut:



Gambar 1 :
Pengaruh X_1 dan X_2 Terhadap Y

E. Hipotesis

Dari penjelasan berdasarkan latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian dan hubungan antar variabel maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut :

- 1) Hipotesis 1 : Kebijakan Hutang berpengaruh signifikan positif terhadap
Nilai Perusahaan.
- 2) Hipotesis 2 : Kebijakan Deviden berpengaruh signifikan positif terhadap
Nilai Perusahaan.

BAB V PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah disajikan pada bab-bab sebelumnya, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Berdasarkan uji secara parsial (Uji t) antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan, diperoleh hasil bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
2. Berdasarkan uji secara parsial (Uji t) antara kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan, diperoleh hasil bahwa kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

B. Keterbatasan Penelitian

Seperti kebanyakan penelitian lainnya, penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu :

1. Penelitian atau data observasi yang digunakan hanya pada perusahaan manufaktur saja, sehingga belum dapat mewakili seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI.
2. Masih ada sejumlah variabel lain yang belum digunakan sedangkan variabel tersebut memiliki kontribusi dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

C. Saran

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

1. Bagi perusahaan emiten hendaknya meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat menarik investor untuk berinvestasi pada perusahaan mereka, dan perusahaan emiten hendaknya juga mampu meningkatkan kinerja keuangannya agar dipandang baik di mata investor.
2. Bagi investor, dalam memberikan penilaian terhadap suatu perusahaan sebaiknya juga memperhatikan faktor lain yang mempengaruhi nilai suatu perusahaan selain kebijakan hutang dan kebijakan deviden, seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan perusahaan, nilai aktiva, penghematan pajak, fluktuasi nilai tukar dan keadaan pasar modal.
3. Bagi penelitian selanjutnya :
 - a. Menambah kategori perusahaan yang dijadikan sampel penelitian, misalnya seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI.
 - b. Menambah variabel lain yang diduga dapat mempengaruhi nilai perusahaan, seperti : profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan perusahaan, nilai aktiva, penghematan pajak, fluktuasi nilai tukar dan keadaan pasar modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, Parvez dan Sudhir Nanda. 2000. *"Style Investing : Incorporating Growth Characteristics in Value Stocks"* Pennsylvania State University at Harrisburg, pp 1-27.
- Ang, Robert. 1997. *"Buku Pintar Pasar Modal Indonesia"*. Mediasoft Indonesia: Jakarta.
- Babu, Suresh dan Jaine. 1986. *"Empirical Testing of Pecking Order Hypothesis With Reference To Capital Structure Practice In India"*. Journal of Financial Management and Analysis, pp.63-74.
- Brigham, E.F and Gapenski. 1996. *"Intermediate Financial Management, Fifth Edition International Edition"*. The Dryden Press.
- Brigham, Eugenie F., 1992. *"Fundamental of Financial Mangement"*, The Dryden Press International Edition", Sixth Edition.
- Brigham, Eugene F. and Houston. 2001. *"Manajemen Keuangan"*, Edisi 8. Erlangga : Jakarta.
- Corry Margaretha Gultom dan Firman Syarif. *Pengaruh Kebijakan Leverage, Kebijakan Dividen, dan Earning Per Share Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Akuntansi 47.
- Euis Soliha dan Taswan. 2002. *"Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya"*. Jurnal Bisnis dan Ekonomi. STIE STIKUBANK, Semarang.
- F. Modigliani and M. Miller. 1963. *"Corporate Income Taxes and The Cost of Capital : A Correction"*. The American Economic Review. Vol. 53 No. 3, Juni, pp. 433-443.
- Fitri Mega Mulianti. 2010. *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan*. Tesis Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Hasnawati, S. 2005a. *"Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta"*. No. 09/Th XXXIX. September 2005: 33-41.
- Hermendito Kaaro. 2001. *"Analisis Leverage dan Dividen Dalam Lingkungan Ketidakpastian : Pendekatan Pecking Order Theory dan Balancing Theory"*. Simposium Nasional Akuntansi IV.

- Husnan, Suad. 2000. *“Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)”*. BPFE. Yogyakarta.
- Imam Gozali. 2007. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Keown, et.al. 2004. *“Manajemen Keuangan : Prinsip-Prinsip dan Aplikasi”*. Edisi 9, Indeks. Jakarta.
- Kusumadilaga, Rimba. 2010. *Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)*. Skripsi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Lifessy Martalina. 2011. *Pengaruh Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening*. Skripsi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
- Mahendra, Alfredo DJ. 2011. *Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating) Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia*. Tesis Program Pascasarjana Universitas Udayana Denpasar.
- Malla Bahagia. 2008. *“Analisis Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen dan Kewajiban Hutang Terhadap Nilai Perusahaan dengan Pendekatan Structural Equation Modeling (SEM)”*, Jakarta: UIN Syarifhidayatullah.
- Mira Widya. 2011. *Pengaruh Manajemen Laba dan Kinerja Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan*. Skripsi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
- Myers, Stewart C dan Richard A. Brealy, 1991. *Principle of Corporate Finance, Fourth Edition*, Mc. Graw-Hill International Edition.
- Mamduh. 2004. *“Manajemen Keuangan Edisi 1”*. BPFE : Yogyakarta.
- Martono dan Agus Harjito, 2005, *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : Penerbit Ekonisia.
- Mutamimah. 2003. *“Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial Yang Go Public Di Pasar Modal Indonesia”*. Jurnal Bisnis Strategi. Vol. 11 Juli. Pp 71-60.
- Ria Nofrita. 2013. *Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening*. Skripsi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

- Rika Susanti. 2010. *Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Go Public yang Listed Tahun 2005-2008)*. Skripsi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Ross, Stephen, A. 1977. "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach". *Bell Journal of Economics and Management Science* 8, 23-40.
- Rosma Pakpahan. 2010. *Pengaruh Faktor-Faktor Fundamental Perusahaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan*. *Jurnal Ekonomi, Keuangan, Perbankan dan Akuntansi* Vol. 2, No. 2, November 2010, hal. 211-227.
- Riyanto, Bambang. 1995. *"Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan"*. BPFE : Yogyakarta.
- Sabar Warsini. 2003. *"Draf Buku Teks Manajemen Keuangan"*. Jakarta: Dirjen Pendidikan Tinggi).
- Sartono, Agus. 2011. *"Manajemen Keuangan"*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE.
- Schroeder, et.al. 2001, *Accounting Theory and Analysis-Text Cases and Readings*, 7th Edition, John Wiley & Sons, Inc, New York.
- Suharli dan Oktorina. 2005. *"Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi pada Equity Sekuritas Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang pada Perusahaan Publik di Jakarta"*. *Jurnal SNA* 8 hal 288 – 296.
- Sukma Perdana. 2011. *Pengaruh Kebijakan Utang Jangka Panjang dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan*. Artikel Ilmiah, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas, Surabaya.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 2007. *"Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)"*. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9. No. 1. Maret, pp. 41-48.
- Sofyaningsih, Sri dan Pancawati Hardiningsih. 2011. *"Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, dan Nilai Perusahaan"*. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*. ISSN:1979-4878. Vol. 3 No. 1, Mei, 2011:68-67.
- Teguh Hidayat. 2011. *"Tips Menganalisis Debt to Equity Ratio"*. Artikel tentang Investasi Saham.
- Wahyudi, Untung., dan Pawestri, P. Hartini., 2006. *"Implikasi Struktur Kepemilikan, Terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan"*

sebagai Variabel Intervening” Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang, 23-26 Agustus.

Wijaya, Lihan Rini Puspo, Anas Wibawa, 2010, *Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan*, Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto 2010.

Wildham Bestivano. 2013. *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Umur Perusahaan, Profitabilitas, dan Leverage terhadap Perataan Laba*. Skripsi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

www.idx.co.id