

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

Lihan Rini Puspo Wijaya

Magister Akuntansi Universitas Sebelas Maret

Bandi

Anas Wibawa

Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret

ABSTRACT

This research tests the effect of investment decisions, financing decisions, and dividend policy on the firm value, using a data set consisting of 130 manufacturing company listed in Indonesia Stock Exchange.

Population of this research is listed public company at Indonesia Stock Exchange with manufacturing company as sample. Sampling method uses purposive sampling method. Data analysis technique uses classic assumption test: multicollinearity test, autocorrelation test, heteroscedasticity test, and normality test. Hypothesis test uses multiple regression analysis.

The results show that: investment decisions positively affects the firm value with beta coefficient is of 0.209 and level significance is of 0.014; financing decisions positively affects the firm value with beta coefficient is of 0.286 and level significance is of 0.001; dividend policy positively affects the firm value with beta coefficient is of 0.206 and level significance is of 0.015.

Keywords: investment decisions, financing decisions, dividend policy, the firm Value

* Terima kasih kepada Drs. Muhammad Agung Prabowo, M.Si., Ph.D., Ak. dan Dr. Payamta, M.Si., Ak. CPA. yang telah berkenan memberi masukan dan revisi pada paper ini.

** lihanwijaya@yahoo.com

085728572070 / 087836550707

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

ABSTRACT

This research tests the effect of investment decisions, financing decisions, and dividend policy on the firm value, using a data set consisting of 130 manufacturing company listed in Indonesia Stock Exchange.

Population of this research is listed public company at Indonesia Stock Exchange with manufacturing company as sample. Sampling method uses purposive sampling method. Data analysis technique uses classic assumption test: multicollinearity test, autocorrelation test, heteroscedasticity test, and normality test. Hypothesis test uses multiple regression analysis.

The results show that: investment decisions positively affects the firm value with beta coefficient is of 0.209 and level significance is of 0.014; financing decisions positively affects the firm value with beta coefficient is of 0.286 and level significance is of 0.001; dividend policy positively affects the firm value with beta coefficient is of 0.206 and level significance is of 0.015.

Keywords: investment decisions, financing decisions, dividend policy, the firm value

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan dalam jangka panjang adalah mengoptimalkan nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya (Fama, 1978; Wright dan Ferris, 1997). Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham merupakan *fair price* yang dapat dijadikan sebagai proksi nilai perusahaan (Hasnawati, 2005a dan 2005b).

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

Investasi modal merupakan salah satu aspek utama dalam keputusan investasi selain penentuan komposisi aktiva. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan investasi harus dievaluasi dan dihubungkan dengan risiko dan hasil yang diharapkan (Hasnawati, 2005a). Menurut *signaling theory*, pengeluaran investasi memberikan sinyal positif mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga saham yang digunakan sebagai indikator nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Keputusan yang menyangkut investasi akan menentukan sumber dan bentuk dana untuk pembiayaannya. Masalah yang harus dijawab dalam keputusan pendanaan yang dihubungkan dengan sumber dana adalah apakah sumber internal atau eksternal, besarnya hutang dan modal sendiri, dan bagaimana tipe hutang dan modal yang akan digunakan, mengingat struktur pembiayaan akan menentukan *cost of capital* yang akan menjadi dasar penentuan *required return* yang diinginkan (Hasnawati, 2005a).

Para investor memiliki tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraan dengan mengharapkan pengembalian dalam bentuk dividen maupun *capital gain*, sedangkan perusahaan mengharapkan pertumbuhan secara terus menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya sekaligus memberikan kesejahteraan kepada para pemegang sahamnya, sehingga kebijakan dividen penting untuk memenuhi harapan pemegang saham terhadap dividen dengan tidak menghambat pertumbuhan perusahaan di sisi lain. Dividen yang diterima pada saat ini akan mempunyai nilai yang lebih tinggi daripada *capital gain* yang akan diterima di masa yang akan datang, sehingga investor yang tidak bersedia berspekulasi akan lebih menyukai dividen daripada *capital gain* (Prihantoro, 2003).

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

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

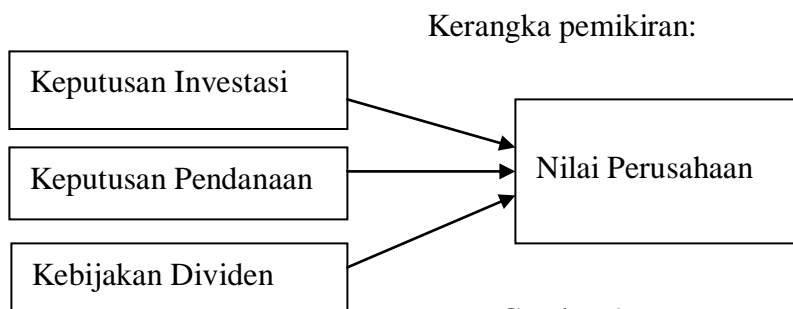
1. Apakah keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?
3. Apakah kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Landasan Teori

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

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



Gambar 1

Hipotesis

1. Keputusan Investasi

Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006), nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi (Fama 1978). Myers (1977) memperkenalkan IOS pada studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi. IOS memberikan petunjuk yang lebih luas dengan nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang, sehingga prospek perusahaan dapat ditaksir dari *Investment Opportunity Set* (IOS). IOS didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value* positif.

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

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

2. Keputusan Pendanaan

Menurut Brigham dan Houston (2001), peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar. Terdapat dua pandangan mengenai keputusan pendanaan. Pandangan pertama dikenal dengan pandangan tradisional yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Pandangan tradisional diwakili oleh dua teori yaitu *Trade off Theory* dan *Pecking Order Theory*. Pandangan kedua dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Masulis (1980) melakukan penelitian dalam kaitannya dengan relevansi keputusan pendanaan, menemukan bahwa terdapat kenaikan *abnormal returns* sehari sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan proporsi hutang, sebaliknya terdapat penurunan *abnormal returns* pada saat perusahaan mengumumkan penurunan proporsi hutang. Masulis (1980) juga menemukan bahwa harga saham perusahaan naik apabila diumumkan akan diterbitkan pinjaman yang digunakan untuk membeli kembali saham perusahaan tersebut.

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

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

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

3. Kebijakan Dividen

Menurut Hatta (2002), terdapat sejumlah perdebatan mengenai bagaimana kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan. Pendapat pertama menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan, yang disebut dengan teori irrelevansi dividen. Pendapat kedua menyatakan bahwa dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan, yang disebut dengan *Bird in The Hand Theory*. Pendapat ketiga menyatakan bahwa semakin tinggi *dividend payout ratio* suatu perusahaan, maka nilai perusahaan tersebut akan semakin rendah. *Dividend signaling theory* pertama kali dicetuskan oleh Bhattacharya (1979). Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang.

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

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

METODE PENELITIAN

Pemilihan Sampel dan Data

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

Variabel Penelitian dan Pengukuran

1. Keputusan Investasi

Keputusan investasi didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value* positif (Myers, 1977). IOS tidak dapat diobservasi secara langsung (laten), sehingga dalam perhitungannya menggunakan proksi (Kallapur dan Trombley, 1999). Proksi IOS yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Price Earning Ratio* (PER). Menurut Brigham dan Houston (2001), PER menunjukkan perbandingan antara *closing price* dengan laba per lembar saham (*earning per share*).

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

2. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan didefinisikan sebagai keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan (Hasnawati, 2005a). Keputusan pendanaan dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas (Brigham dan Houston, 2001).

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

3. Kebijakan Dividen

Keputusan kebijakan dividen adalah keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Kebijakan dividen dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui *Dividend Payout Ratio* (DPR). Menurut Brigham dan Gapenski (1996), rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas.

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

4. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum

apabila harga saham perusahaan meningkat (Hasnawati, 2005a dan 2005b). Nilai perusahaan dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui *Price Book Value* (PBV). PBV mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham dan Houston, 2001).

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

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Hasil Pengumpulan Data

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya pada objek penelitian, diperoleh sampel penelitian sebanyak 547 perusahaan, tetapi yang membagikan dividen kas hanya sebanyak 184 perusahaan dengan 54 perusahaan yang memiliki data *outlier*, sehingga jumlah anggota sampel penelitian menjadi sebanyak 130 perusahaan.

Analisis dan Pembahasan

1. Uji Data

Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini telah lolos uji asumsi klasik, yaitu uji multikolinieritas, uji autokorelasi, uji heterokedstisitas, dan uji normalitas.

2. Uji Hipotesis

a. Koefisien Determinasi

Tabel 1

Hasil Analisis Regresi Berganda

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

Sumber : Hasil Pengolahan Data

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

b. Nilai F

Tabel 2

Hasil Analisis Regresi Berganda

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

Sumber : Hasil Pengolahan Data

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

pendanaan, dan kebijakan dividen berpengaruh secara simultan terhadap nilai perusahaan.

Tabel 3

Hasil Analisis Regresi Berganda

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

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hipotesis 1

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

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

yang lebih efisien, pengembangan *research* dan *development* (Myers, 1977; Wright dan Ferris, 1997). Pengeluaran modal perusahaan (*capital expenditure*) sangat penting untuk meningkatkan nilai perusahaan karena jenis investasi tersebut memberikan sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang dan mampu meningkatkan nilai pasar perusahaan yang diproksikan melalui *return* saham (Fama dan French, 1998).

Hipotesis 2

Hasil analisis regresi menunjukkan tingkat signifikansi keputusan pendanaan berada pada angka 0,001. Nilai tersebut lebih kecil dari nilai yang ditetapkan, yaitu $\alpha = 0,05$, maka H_{A2} diterima. Keputusan pendanaan memiliki beta koefisien positif sebesar 0,286 terhadap nilai perusahaan, sehingga apabila keputusan pendanaan naik sebesar satu satuan, maka nilai perusahaan juga akan naik sebesar 0,286 satuan.

Apabila pendanaan didanai melalui hutang, maka peningkatan nilai perusahaan terjadi akibat efek *tax deductible*, yaitu perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberikan manfaat bagi pemegang saham. Apabila peningkatan pendanaan perusahaan melalui laba ditahan atau penerbitan saham baru, maka risiko keuangan perusahaan semakin kecil (De Angelo dan Masulis, 1980; Masulis, 1980). Fakta yang terjadi di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian tahun 2001 adalah bahwa pendanaan perusahaan meningkat dengan penambahan hutang (Hasnawati, 2005a). Sesuai dengan *signaling theory*, nilai perusahaan meningkat pada hari pengumuman dan sehari setelah pengumuman perusahaan-perusahaan yang meningkatkan proporsi

penggunaan hutangnya (Masulis, 1980). Peningkatan hutang juga dapat diartikan pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya di masa yang akan datang atau risiko bisnis yang rendah, sehingga penambahan hutang telah memberikan sinyal positif (Brigham dan Houston, 2001).

Hipotesis 3

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

Sesuai dengan hipotesis kebijakan dividen relevan, perusahaan akan membayar dividen yang besar kepada pemegang saham karena dapat meningkatkan nilai perusahaan. Teori ini didukung dengan penelitian pada perusahaan yang dinilai berdasarkan aliran kas yang akan diterima oleh pemegang saham. Menurut teori *bird in the hand*, pemegang saham lebih menyukai dividen tinggi dibandingkan dengan dividen yang akan dibagikan di masa yang akan datang dan *capital gains* (Lintner, 1956; Bhattacharya, 1979). Sesuai dengan *signaling theory*, pembayaran dividen berisi informasi/isyarat tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang (Rozeff, 1982). Pengumuman meningkatnya dividen telah meningkatkan *return* saham dan dapat digunakan untuk menangkal isu yang tidak diharapkan perusahaan di masa yang akan datang (Aharony dan Swary, 1980).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Kesimpulan dari hasil penelitian ini adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa 17,8% perubahan nilai perusahaan dipengaruhi oleh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen, sedangkan sisanya, yaitu 82,2% dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian.

Implikasi Penelitian

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

perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi, karena investasi yang dilakukan perusahaan tersebut dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan di masa yang akan datang.

2. Hasil penelitian ini memberikan konfirmasi empiris bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan pendanaan tersebut adalah menggunakan pendanaan melalui ekuitas yang lebih banyak daripada menggunakan pendanaan melalui hutang. Implikasi bagi perusahaan adalah perusahaan harus merencanakan untuk mengambil keputusan pendanaan yang menggunakan pendanaan melalui ekuitas lebih banyak daripada pendanaan melalui hutang karena dengan menggunakan pendanaan melalui ekuitas lebih banyak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Implikasi bagi investor adalah investor akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang memiliki proporsi hutang yang kecil dalam struktur modalnya karena semakin kecil proporsi hutang perusahaan, maka risiko atas tidak terlunasinya hutang perusahaan juga semakin kecil. Selain itu, investor akan menerima pendapatan setelah pajak yang semakin besar apabila proporsi hutang perusahaan semakin kecil.
3. Hasil penelitian ini memberikan konfirmasi empiris bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen tersebut adalah membagikan laba yang diperoleh perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Implikasi bagi perusahaan adalah perusahaan harus

merencanakan untuk mengambil kebijakan dividen yang membagikan labanya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen daripada menahan labanya dalam bentuk *capital gain* karena dengan membagikan labanya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan. Konsekuensi apabila perusahaan membagikan laba kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, maka laba ditahan akan berkurang, sehingga perusahaan harus mengeluarkan saham baru untuk mendanai kegiatannya. Implikasi bagi investor adalah investor akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang membagikan labanya dalam bentuk dividen secara konsisten. Investor juga akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah yang besar dengan konsekuensi investor harus membayar pajak yang tinggi atas dividen yang diperoleh tersebut.

Keterbatasan dan Saran

1. Penelitian ini menggunakan PER (*Price Earning Ratio*) untuk memproksikan keputusan investasi. PER memiliki kelemahan, yaitu rasio ini memerlukan penaksiran masa depan yang tidak pasti, sehingga penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan proksi lain dalam keputusan investasi, seperti *Total Assets Growth*, *Market to Book Assets Ratio*, *Ratio Capital Expenditure to BVA*, dan *Current Assets to Total Assets*.
2. Penelitian ini menggunakan faktor internal perusahaan sebagai variabel independen yang mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Nilai perusahaan tidak hanya

dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan, tetapi juga dipengaruhi oleh faktor eksternal perusahaan, seperti tingkat suku bunga, tingkat inflasi, kurs mata uang, dan situasi sosial politik. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan faktor eksternal perusahaan sebagai variabel independen yang mempengaruhi nilai perusahaan dengan model penelitian yang memadai.

3. Penelitian ini menggunakan periode penelitian selama 4 tahun, yaitu tahun 2006 – 2009 dengan situasi ekonomi yang mengalami krisis global, sehingga penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan periode penelitian lain dengan situasi ekonomi yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J., dan I. Swary. 1980. Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. *Journal of Finance* 35 (1): 1-12.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy Bell. *Journal of Economics* 10: 259-270.
- Brigham, E. F., dan J. F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Bahasa Indonesia. Jakarta: Erlangga.
- , dan L. C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*. Florida: The Dryden Press.
- Bukit, R. Br. 2000. Reaksi Pasar terhadap Dividend Initiations dan Dividen Omissions: Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.
- Bursa Efek Indonesia. 2008. *Panduan Pemodal*. Jakarta: Bursa Efek Indonesia.
- De Angelo, H., dan R. W. Masulis. 1980. Leverage and Dividend Policy Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Finance* 35 (May 2): 453-464.
- Faisal, M. 2008. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Nilai Price Earning Ratio pada Saham-saham di Bursa Efek Jakarta Periode 2003-2005. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.

- Fama, E. F. 1978. The Effect of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders. *American Economic Review* 68: 272-28.
- , dan K. R. French. 1998. Taxes, Financing Decision, and Firm Value, *The Journal of Finance* LIII (June 3): 819-843.
- Ghozali, Imam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi 3. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gonedes, N. J. 1978. Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium : Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items. *Journal of Accounting Research* 16 (1): 26-79.
- Hasnawati, S. 2005a. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan*: No. 09/Th XXXIX. September 2005: 33-41.
- , 2005b. Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *JAAI* 9 (2): 117-126.
- Hatta, A. J. 2002. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder. *JAAI* 6 (Desember 2): 1-22.
- Jensen, M., dan W. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Kallapur, S., dan M. A. Trombley. 1999. The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting* 26: 505-519.
- Laitupa, M. F. 2008. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham pada Ex-Dividend Day di Bursa Efek Jakarta. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.
- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Devidens, Retained Earnings, and Taxes. *American Economics Review* 46: 97-113.
- Masulis, R. W. 1980. The Effect of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers. *Journal of Financial Economics* 8 (June 2): 139-178.
- Modigliani, F., dan M. H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment. *American Economics Review* 13 (3): 261-297.
- Mulyati, S. 2002. Reaksi Harga Saham terhadap Perubahan Dividen Tunai Dividend Yield di Bursa Efek Jakarta. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.
- Myeong-Hyeon Cho. 1998. Ownership Structure, Investment, and The Corporate Value: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 47: 103-121.
- Myers, S. C. 1977. Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 9 (3): 237-264.
- Myers, S. C., dan N. S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13: 187-221.

- Pettit, R. 1972. Dividend Announcement, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *Journal of Finance*: 993-1007.
- Pramastuti, S. 2007. Analisis Kebijakan Dividen: Pengujian Dividend Signaling Theory dan Rent Extraction Hypothesis. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.
- Prihantoro. 2003. Estimasi Pengaruh Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Bisnis* 8 (1): 7-14.
- Pujiono. 2002. Dampak Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham pada Waktu Ex-Dividend Day. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 5 (Mei 2): 148-161.
- Raharjo, S. 2000. Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Dividen: Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta tahun 1994. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Pay Out Ratios. *Journal of Financial Research* 5: 249-259.
- Sartono, R. A. 2001. *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.
- Setiawan, D., dan J. Hartono. 2003. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkat. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 6 (Mei 2): 131-144.
- Setiawan, D., dan S. Subekti. 2005. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkat (Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta Selama Krisis Moneter). *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 8 (Mei 2): 121-137.
- Subekti, I., dan I. W. Kusuma. 2001. Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 4 (Januari 1): 44-63.
- Sujoko. 1999. Analisis Kandungan Informasi Dividen dan Ketepatan Reaksi Pasar: Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta. *Thesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada. Tidak dipublikasikan.
- Wahyudi, U., dan H. P. Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*: 1-25.
- Wright, P., dan S. P. Ferris. 1997. Agency Conflict dan Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value. *Strategic Management Journal* 18: 77- 83.