

KEBIJAKAN DEVIDEN, HUTANG, INVESTASI DAN PENGARUHNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR

Zulin Nur Faridah

STIE Perbanas Surabaya

E-mail : zhulin_f@yahoo.co.id

Jalan Nginden Semolo 34-36 Surabaya 60118, Indonesia

ABSTRACT

It is a fact that the policy related to dividends in any company is deemed very crucial. For that reason, research on this matter is considered important. This study attempts to find out the influence of dividend policy, debt policy, and investment policy toward the firm value in manufacture industries which were listed in Indonesia Stock Exchange. The data were collected from the companies which were listed in Indonesia Stock Exchange during the period of 2004 to 2008. Such data were collected through purposive sampling, with statistic method of F- analysis and t-analysis. The result of empirical examination with the analysis provided the fact as the following. (1) Dividend Policy, Debt Policy and Investment Policy had influence on the firm value. (2) Dividend Policy factor had positive effect on firm value factor. (3) Debt policy factor had a negative effect on to Firm Value factor. (4) Investment policy factor had a negative influence toward firm value factor.

Key words: *dividend policy, debt policy, investment policy, and firm value.*

PENDAHULUAN

Salah satu komitmen para pengelola keuangan perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemilik perusahaan. Kesejahteraan pemilik perusahaan merupakan nilai sekarang perusahaan terhadap prospek masa depannya. Bila perusahaan mampu memberikan ekspektasi nilai yang besar di masa depan, maka perusahaan akan memperoleh nilai yang tinggi. Sebaliknya bila perusahaan tidak mampu memberikan ekspektasi yang mantap terhadap nilai dimasa depannya, maka dinilai rendah oleh masyarakat dan pemilik perusahaan. (Gitosudarmo-Basri 2000: 6-7). Untuk itu fungsi dari manajemen keuangan adalah merencanakan, mencari dan memanfaatkan dana guna memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam suatu perusahaan akan mengambil kebijakan-kebijakan yang terkait dengan pendanaan untuk meningkatkan pertumbuhan usahanya dan mendapatkan hasil yang optimal. Perusahaan dalam mencapai tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan mempunyai tiga macam

kebijakan dibidang manajemen keuangan antara lain kebijakan dividen, kebijakan investasi, dan kebijakan pendanaan.

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang diambil perusahaan atas laba yang diperoleh selama periode tertentu, apakah laba tersebut akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau perusahaan akan menahan laba tersebut sebagai retained earning (laba ditahan) (Agus Sartono, 2001,281).

Kebijakan hutang berhubungan dengan adanya kebutuhan modal untuk investasi perusahaan atau untuk menutup hutang yang lainnya. Untuk membuat dan mengelola sumber pendanaan investasi yang tepat dalam memutuskan penggunaan dana internal dan dana eksternal harus diperhatikan seberapa besar manfaat yang diberikan dan seberapa besar biaya yang ditimbulkan akibat penggunaan dana. Kebijakan hutang dapat dipergunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan.

Riset mengenai nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Untung Wahyudi dan Hartini Prasetyaning Pawestri (2006), melakukan penelitian tentang implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai *variable intervening*. Penelitian Untung Wahyudi dan Hartini Prasetyaning Pawestri (2006), memberikan bukti bahwa keputusan pendanaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan sedangkan kebijakan dividen dan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian Sri Hermuningsih, Dwipraptono Agus Harjito., dan Dewi Kusuma Wardani (2008), melakukan penelitian tentang Pengaruh Kepemilikan Insider, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dari hasil penelitian variabel hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hubungan positif menunjukkan bahwa peningkatan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Variabel dividen memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan dengan Harga nilai buku, peningkatan pembayaran dividen memberikan sinyal yang *negative* terhadap investor.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen, hutang dan investasi terhadap nilai perusahaan manufaktur di Indonesia. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi kepada perusahaan dan pihak lainnya tentang apa yang perlu dipertimbangkan untuk mengambil keputusan yaitu kebijakan dividen, hutang dan investasi oleh manajer dalam meningkatkan nilai perusahaan.

RERANGKA TEORITIS DAN HIPO- TESIS

Untung Wahyudi dan Hartini Prasetyaning Pawestri (2006), melakukan penelitian tentang “Implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai *variable intervening*”. Penelitian Untung Wahyudi dan Hartini

Prasetyaning Pawestri (2006), memberikan bukti bahwa keputusan pendanaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan sedangkan kebijakan dividen dan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sri Hermuningsih, Dwipraptono Agus Harjito., dan Dewi Kusuma Wardani (2008), melakukan penelitian tentang “Pengaruh Kepemilikan Insider, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia”, yang menunjukkan bahwa kebijakan hutang memiliki pengaruh yang signifikan sedangkan kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai buku. Semakin tinggi nilai perusahaan, semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan. Sedangkan nilai perusahaan merupakan harga yang harus dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Suad Husnan dan Enny Pudjiastuty).

Penentuan Nilai Perusahaan

Menurut Keown, scoot, martin dan Dwi Sulistyorini (2000: 845) ada lima *variable* yang sering digunakan untuk memperkirakan nilai perusahaan :

- (1). *Book Value* (Nilai Buku), Nilai buku yaitu nilai aktiva perusahaan dikurangi nilai hutang pada neraca. Nilai buku dari suatu perusahaan secara keseluruhan adalah jumlah aktiva dari neraca dikurangi kewajiban yang ada atau dari modal pemilik. Nilai buku tidak menghitung nilai pasar dari suatu perusahaan secara keseluruhan karena ia berdasarkan data historis dari aktiva perusahaan yang jarang ditemui bahwa biaya mempunyai hubungan dengan nilai dari suatu organisasi atau dalam kemampuan perusahaan untuk memproduksi pendapatan (*earnings*).
- (2). *Appraisal Value/Replacement cost*, *Appraisal value* yaitu biaya yang harus dikeluarkan untuk membangun suatu perusahaan atau aktiva yang mirip dengan aktiva yang ditawarkan perusahaan (nilai taksiran). Nilai *appraisal* suatu perusahaan dapat diperoleh dari perusahaan independen.

Kegunaan dari nilai appraisal akan menghasilkan beberapa keuntungan. Kegunaan nilai appraisal pada nilai perusahaan yang berdasarkan appraiser independent akan ada pengurangan *good-will* dengan meningkatnya harga aktiva perusahaan yang telah diketahui, *good-will* sendiri didapat dari hasil nilai pembelian suatu perusahaan melebihi nilai bukunya. Nilai appraisal akan berguna dalam situasi tertentu, seperti dalam perusahaan keuangan, perusahaan sumber daya alam, atau bagi suatu organisasi yang beroperasi dalam keadaan rugi.

(3). *Stock Market Value* (Nilai Pasar saham), Nilai pasar saham dinyatakan dalam kuotasi pasar modal, merupakan pendekatan lain untuk memperkirakan nilai bersih dari suatu usaha. Nilai pasar saham yaitu jumlah saham perusahaan yang beredar di bursa efek. Apabila saham didaftarkan dalam bursa sekuritas utama dan secara luas diperdagangkan, maka nilai pendekatan dapat dinilai berdasarkan nilai pasar.

(4). *Cash Flow* (Nilai Arus Kas yang diharapkan), Nilai arus kas yang diharapkan merupakan nilai sekarang (*present value*) dari seluruh arus kas yang dihasilkan sejak sekarang sampai seterusnya meliputi, perkiraan arus kas selisih, penentuan periode arus kas tidak tumbuh konstan, tingkat diskonto, total *present value*, membagi dengan jumlah lembar saham perhitungan. Kalkulasi nilai bersih sekarang dari akuisisi dengan mengurangi pembayaran awal dari nilai sekarang arus kas incremental target firm.

(5). *Chop shop value*, Nilai Chop Shop merupakan penentuan nilai berdasarkan masing-masing segmen bisnisnya. Rasio kapitalisasi rata-rata dengan perbandingan total permodalan (utang ditambah modal) terhadap total penjualan, aktiva dan terhadap pendapatan.

Masing-masing variabel dalam penelitian ini secara operasional dapat didefinisikan sebagai berikut:

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah harga yang harus dibayar apabila perusahaan dijual kepada

pihak lain. Nilai perusahaan ini dihitung menggunakan proksi *Tobin's Q*. Dimana harga penutupan pasar dikalikan jumlah lembar saham yang beredar ditambah total liabilities dan inventory dikurangi current asset dan dibagi total asset.

$$\text{TobinsQ} = \frac{((CP \times N) + TL + I) - CA}{TA}, \quad (1)$$

keterangan:

CP = *Closing Price*
 TL = *Total Liabilities*
 I = *Inventory*
 CA = *Current Assets*
 TA = *Total Assets*
 N = *Jumlah Saham*.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah perusahaan membagi laba sebagai dividen atau menahannya untuk direinvestasi atau sebagai sumber pembiayaan internal. Menurut Abdul Halim (2005: 92 - 93), Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2006: 297 - 298), Kontrovesi pembayaran dividen yang seharusnya dibayarkan yaitu, pertama dividen seharusnya dibayarkan setinggi-tingginya beranggapan bahwa harga saham dipengaruhi oleh dividen yang dibayarkan, kedua dividen seharusnya dibayarkan serendah-rendahnya dan bila perlu tidak dibayarkan sehingga perusahaan memiliki laba ditahan setinggi-tingginya anggapan ini untuk meminimalkan pajak dividen yang lebih besar dari pada tarif pajak capital gain dan adanya biaya mengambang (*floatation cost*), dan yang ketiga dividen seharusnya dibayarkan setelah semua kesempatan investasi yang memenuhi persyaratan didanai, beranggapan bahwa tidak ada pajak perseorangan atau perusahaan, tidak ada *floatation cost*, kebijakan dividen tidak mempengaruhi biaya modal sendiri, dan keputusan investasi terpisah dari keputusan pendanaan.

Dividend Payout Ratio (DPR), merupakan prosentase dari laba yang dibayarkan sebagai dividen kas, yang akan menambah kekayaan pemegang saham. Apabila perusahaan mempunyai banyak

kesempatan investasi yang menguntungkan maka tidak ada dividen kas dan sebaliknya. Menurut Van Horn seluruh laba harus didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Sedangkan menurut Brigham dan Gapensky dalam penelitian Untung Wahyudi (2006) Rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas.

Adapun DPR dihitung dengan rumus:

$$DPR = \frac{\text{Dividen per Lembar Saham}}{\text{Labaper Lembar Saham}} \times 100\% \quad (2)$$

Ada tiga teori kebijakan dividen yaitu:

- (a). *Dividend Irrelevance Theory*, yang dicetuskan oleh Merton Miller dan Franco Modigliani (MM), mengemukakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak berpengaruh terhadap harga pasar saham dan nilai perusahaan, tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (*EBIT*) dan kelas risiko perusahaan, dengan asumsi tidak ada biaya transaksi *floatation cost* untuk penerbitan saham baru, tidak ada pajak pribadi maupun pajak perusahaan, financial leverage tidak mempengaruhi biaya modal, distribusi pendapatan tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri dan pasar modal sempurna. Nilai perusahaan ditentukan oleh "Earning Power" dan "kebijakan investasi/risiko usahanya", sehingga tidak ada kebijakan dividen yang optimal.
- (b). *Bird-in-the-Hand Theory*, yang dicetuskan oleh Myron Gordon dan John Lintner bahwa nilai perusahaan akan maksimal dengan rasio pembayaran dividen yang tinggi. Dengan DPR yang tinggi maka biaya modal sendiri (*ks*) akan turun, karena investor kurang pasti terhadap capital gain akibat laba ditahan yang direinvestasikan dibandingkan pembagian dividen.
- (c). *Tax Preference Theory*, menyatakan bahwa Nilai perusahaan pada tingkat pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) yang rendah, karena investor lebih menyukai laba ditahan dibandingkan dividen karena alasan pajak.

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan keputusan besarnya tingkat penggunaan hutang untuk mengelola dan menjalankan kegiatan perusahaan dengan menggunakan *debt to equity ratio*, dapat diperoleh dengan membagi total kewajiban yang harus dibayar oleh perusahaan dengan modal sendiri. Pihak manajemen perusahaan harus memperhatikan besarnya pinjaman mengingat adanya pihak-pihak lain yang berkepentingan terhadap kemampuan perusahaan dalam membayar bunga serta pinjaman pokoknya. Pengukuran tingkat hutang perusahaan (*measures of the degree of indebtedness*) didasarkan pada data yang berasal dari neraca perusahaan dan rasio yang biasanya digunakan dalam finansial leverage, karena semakin tingginya tingkat hutang maka semakin banyak dana yang tersedia untuk membayar dividen. Pembayaran dividen yang meningkat dapat memberikan sinyal positif yang dapat menyebabkan nilai perusahaan naik. Untuk mengukur besarnya financial leverage yang mengukur sejauh mana perusahaan dibiayai oleh hutang. Adapun menurut Ridwan S. Sundjaja dan Inge Barlian (2001: 1989) sebagai berikut :

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Modal Sendiri}} \quad (3)$$

Kebijakan Investasi

Kebijakan investasi merupakan keputusan yang menyangkut pengalokasian dana yang berasal dari dalam maupun dana yang berasal dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Menurut Gaver and Gaver dalam penelitian Sri Hasnawati (2005), *IOS* (*Investment Opportunity Set*) merupakan nilai investasi perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan oleh manajemen dimasa yang akan datang, sedangkan pada saat ini pilihan-pilihan investasi yang diharapkan menghasilkan return yang lebih besar. Menurut Smith dan Watts, Gaver and Gaver dan Kallapur dan Trombley dalam penelitian Linda Purnamasari (2007) ada beberapa perhitungan *IOS* yang digunakan untuk

melihat keputusan Investasi di antaranya adalah *Earning to price ratio (EPR)*:

$$EPR = \frac{\text{LabaperLembarSaham}}{\text{HargaPasarSaham}} \quad (4)$$

Pengaruh Kebijakan Dividen (DPR), Hutang (DER), Investasi (EPR) terhadap Nilai Perusahaan

Teori yang dijadikan dasar untuk membahas pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q).

Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q)

Menurut Abdul Halim (2005: 92 - 93), Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2006: 297 - 298) Kontrovesi pembayaran dividen yang seharusnya dibayarkan yaitu, pertama dividen seharusnya dibayarkan setinggi-tingginya beranggapan bahwa harga saham dipengaruhi oleh dividen yang dibayarkan, kedua dividen seharusnya dibayarkan serendah-rendahnya dan bila perlu tidak dibayarkan sehingga perusahaan memiliki laba ditahan setinggi-tingginya anggapan ini untuk meminimalkan pajak dividen yang lebih besar dari pada tarif pajak capital gain dan adanya biaya mengambang (*floatation cost*), dan yang ketiga dividen seharusnya dibayarkan setelah semua kesempatan investasi yang memenuhi persyaratan didanai, beranggapan bahwa tidak ada pajak perseorangan atau perusahaan. Menurut Sholiha dan Taswan (2002) dalam penelitian sumarto (2007) dividen adalah laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karena itu dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Semakin besar dividen yang dibagi maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Sedangkan menurut Keown dkk (2010) bahwasaya keputusan tentang membayar atau tidak membayar dividen ke pemegang saham akan berdampak langsung terhadap kekayaan pemegang saham, sehingga investor akan mendapatkan tingkat pengembalian yang tinggi dari investasinya daripada dana investor akan berpindah ke tempat yang lain.

Pembagian dividen merupakan daya tarik untuk investor menanamkan dananya yang akan memaksimalkan nilai perusahaan, karena banyak investor yang ingin berinvestasi sehingga harga saham meningkat

Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q)

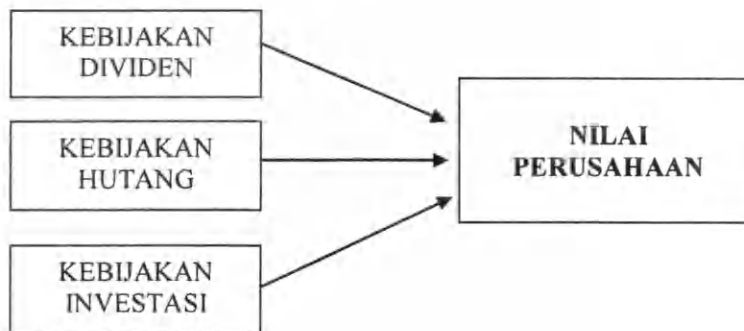
Menurut Modligani dan Miller, hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan dan nilai perusahaan sendiri ditentukan oleh struktur modal. Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya.

Sedangkan menurut Brigham dan Gapenski (2006) menyatakan adanya hubungan antara *tax*, utang dan nilai perusahaan. Dengan adanya pajak pendapatan maka *lverage* akan meningkatkan nilai perusahaan. Karena biaya bunga atas hutang akan mengurangi pajak. Perusahaan yang menggunakan banyak hutang maka pendapatan akan lebih banyak diterima oleh investor. Banyak investor yang akan mendapatkan keuntungan atas sahamnya sehingga akan memotivasi investor lain untuk membeli saham perusahaan, dan harga saham akan meningkat yang akan mempengaruhi nilai perusahaan menjadi lebih tinggi. Hal tersebut diatas menunjukkan hutang memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Bahwasanya semakin banyak hutang yang digunakan oleh perusahaan maka nilai perusahaan akan meningkat. Sebaliknya penggunaan hutang yang sedikit sehingga *tax* atas pendapatan tinggi akan menurunkan nilai perusahaan.

Pengaruh kebijakan investasi terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q)

Menurut penelitian Untung Wahyudi dan Hartini Prasetyaning Pawestri (2006) sebagai berikut:

Gambar 1
Rerangka Pemikiran



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

Berdasarkan uraian pada hubungan masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat maka dapat disusun suatu model alur rerangka pemikiran seperti terlihat pada Gambar 1.

Hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H_1 : Kebijakan dividen, hutang, dan investasi secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang go publik.

H_2 : Kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi secara parsial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang go publik.

METODE PENELITIAN

Rancangan penelitian

Jenis penelitian yang akan dilakukan ditinjau dari jenis datanya, yaitu:

Penelitian ini termasuk penelitian kuantitatif karena data yang dianalisis pada penelitian ini adalah data yang diperoleh dapat diukur dalam suatu skala numerik.

Berdasarkan dimensi waktunya, data dari penelitian ini termasuk data runtut waktu (*time series*), yaitu data yang secara kronologis disusun menurut waktu pada

suatu variable tertentu.

Berdasarkan sumbernya, data dari penelitian ini adalah data sekunder karena data dapat diambil langsung pada suatu instansi, buku dan sebagainya sehingga kita dapat langsung memprosesnya.

Identifikasi Variabel dan Pengukuran

Dalam penelitian ini terdapat 4 (empat) variabel yang terdiri dari 1 (satu) variabel dependen dan 3 (tiga) variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini yaitu Nilai Perusahaan (Y), sedangkan variabel independen terdiri atas Kebijakan dividen (X_1), kebijakan hutang (X_2) dan kebijakan investasi (X_3).

Populasi Sampel dan Teknik Pengambilan Sampling

Populasi pada penelitian ini adalah industri manufaktur yang tercatat di BEI. Dalam penelitian ini ada sembilan perusahaan sampel sesuai dengan kriteria sampel. Subyek dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2004 – 2008. Ada 9 perusahaan yang menjadi sampel dengan menggunakan *purposive sampling* dapat dilihat dalam Tabel 1.

Data, sumber data dan metode pengumpulan data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang diperoleh dan diperoleh dari laporan keuangan di ICMD maupun IDX secara tahunan selama tahun 2004 sampai 2008.

Tabel 1
Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Jumlah sampel awal	143
Pengurangan sampel kriteria 1 Perusahaan Manufaktur yang tidak mengeluarkan laporan keuangan tahun 2004 – 2008	(4)
Pengurangan sampel kriteria 2 Perusahaan manufaktur yang tidak membagikan dividend	(130)
Pengurangan sampel kriteria 2 Perusahaan manufaktur yang tidak memiliki hutang	0
Pengurangan sampel kriteria 3 Perusahaan yang memiliki modal Negatif	0
Jumlah sampel akhir	9

Tabel 2
Hasil Koefisien

Model	Unstandardized Coefficients	
	B	Std. Error
(Constant)	1,694	,241
Dividen (X1)	,009	,004
Hutang (X2)	-,002	,001
Investasi (X3)	-,047	,010
F = 8,545 Signifikan F = 0,000		
R Square = 0,385		

Teknik analisis data

Tahap-tahap yang digunakan dalam mengelola data setelah data terkumpul adalah sebagai berikut:

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menjelaskan tentang variabel-variabel pengamatan, yaitu Kebijakan dividen (DPR), Hutang (DER), Investasi (EPR).

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas data bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu/residual memiliki distribusi normal. Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Apabila hasil pengujian menunjukkan hasil yang tidak signifikan, maka data terdistribusi normal.

Jika tidak terdistribusi normal, dapat diatasi dengan membuang data yang menyimpang jauh dari distribusi normal yang terbentuk.

Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditentukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik adalah model regresi yang tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Cara untuk mengetahui apakah dalam model regresi pada penelitian ini terdapat atau tidaknya multikolinieritas adalah apabila nilai tolerance < 0,10 atau nilai VIF > 10. Jika terjadi multikolinearitas, maka dapat diatasi dengan transformasi variabel atau mengeluarkan satu variabel independen yang mempunyai korelasi tinggi dari regresi.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk melihat apakah dalam suatu model regresi terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (periode sebelumnya). Pengujian dilakukan dengan Uji Durbin – Watson (DW Test), Pengujian dilakukan dengan Uji Durbin – Watson (DW Test) dengan kriteria sebagai berikut : (a). Bila nilai DW terletak antara batas atas/Upper Bound (du) dan $(4-du)$, maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi (b). Bila nilai DW terletak diantara batas atas (du) dan batas bawah (dl) atau DW terletak antara $(4-du)$ dan $(4-dl)$ maka hasilnya tidak dapat disimpulkan, (c). Bila DW lebih rendah dari batas bawah/ Lower Bound (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar dari nol, berarti ada autokorelasi positif, dan (d). Bila DW lebih besar dari $(4-dl)$, maka koefisien autokorelasi lebih kecil, dari nol, berarti ada autokorelasi negatif.

Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas digunakan untuk melihat apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji Glejser. Jika hasil pengujian menunjukkan hasil yang signifikan, berarti terjadi heteroskedastisitas.

Analisis Regresi Linier Berganda

Merupakan suatu analisis yang digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh beberapa variabel bebas terhadap variabel tergantung. Adapun model dari Regresi Linier Berganda adalah sebagai berikut:

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + e, \quad (5)$$

di mana:

Y = Nilai Perusahaan

a = Konstanta

b_1, b_2, b_3 = Koefisien Regresi

X_1 = Kebijakan dividen

X_2 = Kebijakan hutang

X_3 = Kebijakan investasi

e = Faktor-faktor Lain

Tahap berikutnya adalah pengujian Hipotesis yang akan menguji baik pengaruh serempak (uji F) maupun Pengujian secara parsial (Uji-t)

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil analisis Regresi Linier Berganda pada Tabel 2, maka dapat dibuat persamaan Regresi Linier Berganda sebagai berikut:

$$Y = 1,694 + 0,009 X_1 - 0,002 X_2 - 0,047 X_3 + e$$

Interpretasi dari model diatas adalah sebagai berikut:

Konstanta (a) = 1,694

Nilai konstanta dari persamaan sebesar 1,694, menunjukkan besarnya variabel terikat Nilai perusahaan yang tidak dipengaruhi oleh variabel-variabel kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi.

Koefisien regresi untuk variabel Kebijakan Dividen (X_1) = 0,009

Nilai koefisien regresi tersebut menunjukkan setiap kenaikan DPR sebesar 1, akan menimbulkan nilai perusahaan naik sebesar 0,009 dengan asumsi variabel bebas yang lain tetap konstanta.

Koefisien regresi untuk variabel Kebijakan Hutang (X_2) = - 0,002

Nilai koefisien regresi tersebut menunjukkan setiap kenaikan DER sebesar 1, akan menimbulkan turunnya nilai perusahaan sebesar 0,002 dengan asumsi variabel bebas yang lain tetap konstanta.

Koefisien regresi untuk variabel Kebijakan Investasi (X_3) = - 0,047

Nilai koefisien regresi tersebut menunjukkan setiap kenaikan EPR sebesar 1, akan menimbulkan turunnya nilai perusahaan sebesar 0,047 dengan asumsi variabel bebas yang lain tetap konstanta.

Hasil Analisis Hipotesis 1

Hipotesis 1 melakukan uji serempak (Uji F), yaitu untuk mengetahui apakah variabel Kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi secara bersama-sama mempengaruhi nilai perusahaan. Diketahui bahwa besarnya F_{hitung} 8,545 sedangkan F_{tabel}

Tabel 3
Hasil Uji secara Simultan (Uji F)

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F _{hitung}	F _{tabel}	Sig.
Regression	11,251	3	3,750	8,545	2,83	,000(a)
Residual	17,995	41	,439			
Total	29,247	44				

Tabel 4
Hasil Pengujian Uji t

Variabel	T _{hitung}	T _{tabel}	Signifikan	Keterangan
Dividen	2,554	±2,0195	,014	Ho Ditolak
Hutang	-1,484	± 2,0195	,145	Ho Diterima
Investasi	-4,563	±2,0195	,000	Ho Ditolak

Tabel 5
Hasil Uji Normalitas

Unstandardized Residual		
N		45
Normal Parameters(a,b)	Mean	,000
	Std. Deviation	,640
Most Extreme Differences	Absolute	,107
	Positive	,083
	Negative	-,107
Kolmogorov-Smirnov Z		,715
Asymp. Sig. (2-tailed)		,686

(dengan tingkat kepercayaan α sebesar 5% : derajat bebas regresi sebesar 3 dan derajat bebas residual sebesar 41) adalah sebesar 2,83 sehingga nilai $F_{hitung} \geq F_{tabel}$ sebesar $8,545 \geq 2,83$ berarti H_0 ditolak dan H_1 diterima, hasil ini dapat dilihat pada Tabel 3.

Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa kebijakan dividen, hutang dan investasi secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Besarnya pengaruh variabel kebijakan dividen, hutang dan investasi terhadap variabel nilai perusahaan dapat dilihat dengan koefisien determinasi (*R Square*) yang menunjukkan angka 38,5%, artinya bahwa kebijakan dividen, hutang dan investasi mampu menjelaskan sebesar 35,5% pengaruh variasi perubahan nilai perusahaan, sedangkan 61,5% dipengaruhi

variabel diluar model.

Hasil Analisis Hipotesis 2

Hipotesis 2 melakukan pengujian secara parsial (Uji t) untuk mengetahui bagaimana pengaruh masing-masing variabel kebijakan dividen, kebijakan utang dan kebijakan investasi terhadap nilai perusahaan, hasil ini terdapat pada Tabel 4.

Berikut ini akan dijelaskan mengenai pembahasan dari masing-masing variabel yang diteliti:

Kebijakan Dividen

Pada Hasil penelitian ini dapat diketahui bahwa variabel kebijakan dividen yang memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, artinya semakin tinggi rasio laba dibagikan maka semakin tinggi pula nilai

perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Suhartono (2004) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan antara kebijakan dividen dalam menentukan besarnya nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan koefisien positif, hal ini disebabkan laba yang ada banyak dialokasikan pada pembayaran dividen dibandingkan ke *retained earning* sehingga investasi rendah. Hasil ini juga membuktikan teori *Bird in the hand* yang dicetuskan oleh Myron Gordon dan John Lintner bahwa nilai perusahaan akan maksimal dengan rasio pembayaran dividen yang tinggi, pembayaran dividen yang tinggi maka biaya modal sendiri (k_s) akan turun, karena investor kurang pasti terhadap capital gain akibat laba ditahan yang direinvestasikan dibandingkan pembagian dividen. Sedangkan menurut teori yang dikemukakan oleh Brigham dan Gapenski (2006) menyatakan pembayaran dividen yang besar akan menaikkan harga saham. Dividen direaksikan positif sehingga berdampak kenaikan harga pasar saham yang merupakan refleksi dari kinerja keuangan sehingga kinerja perusahaan yang baik akan berdampak baik bagi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai penelitian Untung Wahyudi dan Hartini (2006) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh yang tidak signifikan dan tidak sejalan dengan penelitian Sumarto (2007) yang menyatakan kebijakan dividen memiliki koefisien negatif.

Kebijakan Hutang

Variabel kebijakan hutang memiliki koefisien negative dan pengaruh yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, artinya semakin tinggi hutang akan meningkatkan beban bunga perusahaan yang berakibat tingginya risiko yang ditanggung oleh perusahaan. Semakin tinggi risiko yang ditanggung perusahaan akan mengurangi tingkat kepercayaan investor yang akan mempengaruhi turunya harga pasar saham dan berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak

mendukung penelitian Sri Hermuningsih dkk (2008) yang menyatakan kebijakan hutang memiliki koefisien positif tetapi tidak signifikan, hubungan positif menunjukkan bahwa peningkatan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Ross, Westerfield dan Jordan (2009), yaitu teori POT (*Pecking Order Theory*) yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih untuk menggunakan dana *intern* dari pada *extern*, karena akan menimbulkan risiko yang tinggi.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Brigham dan Gapenski (2006) menyatakan adanya hubungan antara *tax*, utang dan nilai perusahaan. Karena biaya bunga atas hutang akan mengurangi pajak. Perusahaan yang menggunakan banyak hutang maka pendapatan akan lebih banyak diterima oleh investor. Banyak investor yang akan mendapatkan keuntungan atas sahamnya sehingga akan memotivasi investor lain untuk membeli saham perusahaan, dan harga saham akan meningkat yang akan mempengaruhi nilai.

Hasil ini tidak sejalan dengan teori Modigliani Miller yang menyatakan bahwa Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham yang akan meningkatkan pula nilai perusahaan, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga tidak membuktikan penelitian Suhartono (2004) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang memiliki peran untuk menentukan besarnya nilai perusahaan ditunjukkan dengan koefisien yang positif.

Kebijakan Investasi

Variabel investasi memiliki koefisien negative dan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga meningkatnya investasi membuktikan tingginya kebutuhan dana diperusahaan, sedangkan dalam pemenuhan

Tabel 6
Uji Multikolinearitas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	1,694	,241		7,026	,000		
Dividen	,009	,004	,317	2,554	,014	,976	1,025
Hutang	-,002	,001	-,184	-1,484	,145	,978	1,023
Investasi	-,047	,010	-,565	-4,563	,000	,978	1,022

Tabel 7
Uji Heterokedastisitas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,700	,117		5,962	,000
Dividen	,002	,002	,127	,880	,384
Hutang	-,002	,001	-,399	-2,768	,008
Investasi	-,004	,005	-,127	-,879	,385

Tabel 8
Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,620(a)	,385	,340	,66250	2,062

kebutuhan dana perusahaan menggunakan hutang yang mengakibatkan beban bunga meningkat. Dengan kata lain tinggi beban bunga akan mengakibatkan risiko yang tinggi, maka akan mengurangi tingkat kepercayaan investor yang dapat mempengaruhi turunya harga pasar saham dan berdampak pada penurunan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Untung Wahyudi dan Hartini Prasetyaning (2006), yang menyatakan nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Hasil

penelitian ini juga tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sri Hasnawati (2005), bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan kata lain apabila kegiatan investasi meningkat maka nilai perusahaan juga meningkat.

Uji Asumsi Klasik

Pada penelitian ini uji asumsi klasik dilakukan setelah melakukan uji regresi linier berganda. Berikut ini adalah hasil dari uji asumsi klasik yang telah dilakukan beserta penjelasannya:

Uji Normalitas

Pada penelitian ini nilai Kolmogorov-Smirnov sebesar 0,715 dan tidak signifikan pada 0,05 (karena $p = 0,686 > \text{dari } 0,05$). Jadi

residual terdistribusi normal atau dengan kata lain residual berdistribusi normal dan hasilnya dapat dilihat di Tabel 5.

Uji Multikolinieritas

Berdasarkan hasil uji multikolinieritas dapat diketahui bahwa nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) variabel-variabel independen tidak ada yang memiliki nilai diatas 10 yaitu berkisar antara 1,022 sampai 1,025 sedangkan *tolerance value* tidak ada yang di bawah 0,10 yaitu berkisar antara 0,976 sampai 0,978. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hasil uji tersebut menunjukkan tidak terjadi multikolinearitas dan yang hasilnya dapat dilihat pada Tabel 6.

Uji Autokorelasi

Hasil uji autokorelasi pada penelitian ini dapat diketahui bahwa nilai DW 2,062 dibandingkan dengan nilai tabel dengan menggunakan nilai signifikan 0,05 atau 5%, jumlah sampel (*n*) 45 dan jumlah variabel independen (*k*) 3. Karena nilai DW sebesar 2,062 lebih besar dari batas atas (*du*) sebesar 1,566 dan lebih kecil dari 2,434 (*4-du*), maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi dan hasil uji tersebut dapat dilihat pada Tabel 7.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas pada penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen, hutang dan investasi memiliki nilai probabilitas di atas 0,05 sehingga ini menunjukkan dalam model regresi tidak terjadi heteroskedastisitas dan model regresi pada penelitian ini baik dan hasil uji tersebut dapat dilihat pada Tabel 8.

SIMPULAN, IMPLIKASI, SARAN DAN KETERBATASAN

Hasil analisa kebijakan dividen, hutang dan investasi secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan, Besarnya pengaruh variabel kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi mampu menjelaskan sebesar 38,5% pengaruh variasi perubahan

nilai perusahaan, sedangkan 61,5% dipengaruhi variabel diluar model diantaranya; *likuiditas*, *firm size*, *profitabilitas* dan lain-lain.

Hasil analisis yang menguji masing-masing variabel bebas, hasil penelitian kebijakan dividen memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dan memiliki nilai koefisien positif, artinya semakin tinggi rasio laba dibagikan maka semakin tinggi pula nilai perusahaan.

Kebijakan hutang memiliki pengaruh yang tidak signifikan dengan koefisien negatif, artinya semakin tinggi hutang akan meningkatkan beban bunga perusahaan yang berakibat tingginya risiko yang ditanggung oleh perusahaan yang dapat mempengaruhi turunya tingkat kepercayaan investor yang dapat menurunkan harga pasar saham dan akan mengurangi nilai perusahaan.

Sedangkan kebijakan investasi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan dengan koefisien negative, artinya investasi yang tinggi dengan dibiayai oleh hutang akan mengakibatkan risiko yang tinggi sehingga mengurangi kepercayaan investor dan dapat menurunkan harga pasar saham yang mengakibatkan nilai perusahaan menurun.

Saran yang diberikan peneliti untuk manajemen perusahaan adalah Perusahaan hendaknya memperhatikan faktor investasi dan hutang, tingginya investasi dan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena akan timbul risiko yang tinggi, dalam melakukan hutang dan investasi sebaiknya sesuai dengan kebutuhan dan optimal berdampak pada naiknya nilai perusahaan. Perusahaan juga sebaiknya memperhatikan kebijakan dividen, karena dividen yang tinggi akan memberikan sinyal yang positif bagi investor, disebabkan investor lebih cenderung menginginkan laba dibagikan daripada proyeksi laba dimasa yang akan datang.

Bagi peneliti selanjutnya selain menggunakan kebijakan dividen dan investasi sebaiknya menggunakan variabel kebijakan pendanaan karena kebijakan

hutang sendiri merupakan bagian dari pendanaan diantaranya; *size, growth, profitability, Earning, Volatility, Flexibility dan Tangibility* dan sebaiknya pengukuran Tobin's Q menggunakan jumlah lembar saham yang beredar sehingga meminimalisasi terjadinya nilai negatif.

Sedangkan keterbatasan pada penelitian ini adalah:

Variabel independen yang digunakan hanya tiga yaitu kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi.

Periode penelitian yang digunakan lima tahun.

Penelitian ini hanya difokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dan menggunakan jumlah lembar saham yang tercatat sehingga bisa menimbulkan nilai negatif.

DAFTAR RUJUKAN

- Abdul Halim, 2003, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Satu, Jakarta : Salemba Empat.
- Agus Sartono, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi Keempat, Maret, Yogyakarta : BPFE.
- Brigham, F Eugene and Joel F Hosten, 2001, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi kedelapan, Diterjemahkan oleh Alfonsus Sirait, Jakarta, Penerbit Erlangga.
- Chen, Jianguo and Nont Dhiensiri, 2009, Determinants of Dividend Policy: The Evidence from New Zealand, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 34.
- Imam Ghozali, 2006, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Keown, J Artur, dan Scott, David F, 2001, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, diterjemahkan Chaerul D. Djakman, Jakarta : Salemba Empat.
- Linda Purnamasari, 2007, Interdependensi antara keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek Jakarta, *Tesis*, Program Pasca sarjana, Universitas Airlangga.
- Ridwan Sundjaja S, dan Inge Berlian, 2001, *Manajemen keuangan Dua*, Jakarta: PT. Prehalindo.
- Ross Stephen A, Westerfield Randolph W and, Jordan Bradford D, 2009, *Corporate Finance Fundamentals*, 8th, Salemba Empat.
- Pourheydari, Omid and friends, 2008, The Pricing of Dividends and book value in equity Valuation: The Case of Iran, *International Research Journal of Finance Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 13.
- Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti, 2006, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi kelima , Yogyakarta, UPP STIM YKPN.
- Suhartono, 2004, Pengaruh Terhadap Keterkaitan antara Kebijakan Dividend dan Kebijakan Hutang secara Simultan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta, *Ventura*, Vol. 7, No. 1 (April): pp.53 – 72.
- Sumarto, 2007, Anteseden dan dampak dari kebijakan dividen beberapa perusahaan manufaktur, *Jurnal Riset Ekonomi dan Bisnis* Vol. 7 No. 1 Maret.
- Sri Hasnawati, 2005, Dampak set peluang Investasi terhadap nilai perusahaan publik dibursa efek Jakarta, *JAAI* Volume 9, No. 2 (Desember): pp. 117 – 176.
- Sunarto dan Andi Kartika, 2003, Analisis Faktor yang Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol. 10, No. 1 (Maret): pp. 67 – 82.
- Untung Wahyudi dan Hartini Prasetyaning Pawestri, 2006, Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variable Intervening, *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, K-AKPM 17 (Agustus): pp.1 – 25.

Wolfe, Joseph and Antonio Carlos Aidar
Suaia 2003, The Tobin's Q as a
Company Performance Indicator,

*Developments in Business Simulation
and Experiential Learning*, Volume
30: pp. 155 – 159.