

PENGARUH KEPUTUSAN KEUANGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Stevanus Adree Cipto Setiawan
Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara

Diterima 16 Januari 2009, Disetujui 20 Februari 2009

Abstract: *This study aimed to test three financial decisions (financing decision, investment decision, and dividend decision) that predicted to influence firm value. The empirical examination is carried out using two regression models, namely the Ordinary Least Square (OLS) and simultaneous equation system of the Two-Stage Least Square (2LS). The first model is to test the effect of financial decisions factors to financing decisions, investment decisions and dividend policy. The later one is to test the effect of financial decisions to firm value. The research population is all off manufacturing companies listed at Jakarta Stock Exchange and sample was taken using purposive sampling technique and resulting in a set of 94 companies which fulfills the criteria for sample. The method of data collection is done by using pooling method and give 940 companies year observation and after normality test had been done, the result only 799 companies year observation. The result show that financing decision, investment decision, and dividend policy had negative effect and significant to the firm value.*

Keywords: Financing Decision, Investment Decision, Dividend Policy, Firm Value

PENDAHULUAN

Manajer perusahaan memiliki tugas dan kewajiban untuk membuat suatu keputusan dan kebijakan untuk pencapaian tujuan perusahaan. Tujuan utama perusahaan adalah kemakmuran para investor atau pemegang saham melalui peningkatan nilai saham. Semakin tinggi nilai perusahaan semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan atau para penanam modal (Fama, 1978; Wright dan Ferris, 1997; Walker, 2000).

Secara umum para investor yang menanamkan modalnya di pasar modal mempunyai 2 tujuan, yaitu tujuan jangka pendek dan tujuan jangka panjang. Investor jangka pendek mengharapkan return dalam bentuk *capital gain* yaitu perubahan dari selisih harga jual dan harga beli dalam waktu yang relatif singkat. Sedangkan investor jangka panjang mengharapkan return dalam bentuk dividen yaitu laba perusahaan yang dibagikan kepada investor di samping kenaikan harga saham. Untuk memenuhi harapan investor tersebut, manajer keuangan berusaha memaksimalkan kesejahteraan investor dengan cara membuat berbagai keputusan dan kebijakan keuangan yaitu keputusan pendanaan (*financing decision*), keputusan investasi (*investment decision*) dan kebijakan dividen (*dividend policy*). Ketiga keputusan keuangan tersebut perlu

dilakukan karena keputusan tersebut saling mempengaruhi satu dengan yang lainnya dan dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Jensen & Smith, 1984 ; Fama and French, 1998 ; Gitman, 2000 ; Brigham & Erhardt, 2002 ; Van Horne & Wachowicz, 2004 ; Van Horne, 2002)

Untuk menjalankan aktivitas perusahaan, manajer keuangan harus mencari sumber dana yang optimal, apakah mencari dan menggunakan dana dari internal (retained earning) atau eksternal (ekuitas dan hutang) atau bahkan kedua-duanya. Keputusan pendanaan yang tepat akan mempengaruhi kinerja perusahaan, karena setiap sumber dana memiliki keuntungan dan juga risiko yang berbeda. Bauran antara penggunaan modal sendiri dan hutang disebut sebagai struktur modal. Semakin tinggi proporsi hutang maka akan semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil dari biaya yang ditimbulkan (Soliha & Taswan, 2002).

Dana yang telah diperoleh perusahaan digunakan untuk membiayai seluruh kegiatan perusahaan guna tercapainya pertumbuhan yang konsisten melalui aktivitas investasi. Persoalan mengenai investasi ini berhubungan dengan hal-hal yang lainnya, diantaranya dengan masalah sumber dana untuk investasi, umur ekonomis dari investasi tersebut, dan yang paling penting adalah mengenai expected return dari investasi tersebut. Jika salah dalam mengambil kebijakan dalam investasi maka akan mengakibatkan nilai perusahaan menurun.

Namun, peningkatan investasi ini akan berdampak pada besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham. Tingginya investasi perusahaan akan menurunkan jumlah cash dividend yang dapat diberikan. Dividen merupakan bagian keuntungan yang diberikan kepada para pemegang saham. Pembagian dividen sebagian besar dipengaruhi oleh perilaku investor yang lebih memilih dividen tinggi yang mengakibatkan retained earning menjadi rendah. Investor beranggapan bahwa dividen yang diterima saat ini lebih berharga dibandingkan capital gain yang diperoleh kemudian hari (Blume, 1980). Dalam kondisi informasi yang tidak seimbang, (Assymmetric Information) para manajer dapat menggunakan strategi dalam kebijakan dividen untuk menangkai isu-isu yang tidak diharapkan oleh perusahaan-perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini sejalan dengan pendapat Rozeff (1982) bahwa dividen nampaknya memiliki atau mengandung informasi (*informational content of dividend*) atau sebagai syarat akan prospek perusahaan.

Pada penelitian ini peneliti mencoba untuk menggabungkan keputusan keuangan dan melihat pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pasar modal merupakan suatu pasar yang memperdagangkan atau memperjualbelikan efek-efek perusahaan yang telah *go public*. Salah satu efek yang diperjualbelikan di Bursa Efek Jakarta adalah saham. Harga saham suatu perusahaan dapat mencerminkan nilai perusahaan di mata investor. Tujuan perusahaan perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran para pemegang saham atau pemilik. Kemakmuran para pemegang saham diperlihatkan dalam wujud semakin tingginya harga saham,

yang merupakan pencerminan dari keputusan-keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan dividen.

Keputusan Pendanaan (*Financing Decision*)

Di dalam pengambilan keputusan keuangan, hal pertama yang harus dilakukan adalah mencari sumber pendanaan yang optimal, apakah dari modal sendiri atau dari hutang. Pemilihan komposisi pendanaan ini disebut sebagai keputusan struktur modal. Terdapat beberapa teori yang berkenaan struktur modal, yaitu *Trade-off Theory* dan *Pecking Order Theory*. *Model Trade-off Theory* menggambarkan bahwa struktur modal yang optimal dapat ditentukan dengan menyeimbangkan manfaat dari penggunaan hutang (*tax shield benefit of leverage*) dengan biaya yang dikeluarkan dari penggunaan hutang (Megginson, 1997). Namun tidak semua mendukung teori ini. Myers dan Majluf (1984) mengenalkan *Pecking Order theory* yang menggambarkan sebuah hirarki dalam pencarian dana perusahaan dimana perusahaan lebih memilih menggunakan internal equity untuk membayar dividen dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan.

Menurut Goldon Donalson apabila terjadi *asymmetric information* akan mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang, bukan menerbitkan saham baru. Hal ini dikarenakan para pemodal akan melihat bahwa penerbitan saham baru sebagai sinyal yang buruk, dan biaya modal pun akan tinggi dan menurunkan nilai perusahaan. Modigliani & Miller (1963), De Angelo & Masulis (1980), Bradley et al (1984) dan Park & Evan (1996) menyatakan bahwa pendanaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Apabila pendanaan didanai melalui hutang, peningkatan tersebut terjadi akibat dari efek *tax deductible*. Artinya, perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberi manfaat bagi pemegang saham. Selain itu, penggunaan dana eksternal akan menambah pendapatan perusahaan yang nantinya akan digunakan untuk kegiatan investasi yang menguntungkan bagi perusahaan.

Hal ini sejalan dengan pendapat Jensen (1986) yang menyatakan bahwa dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan free cash flow secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia. Dengan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai tersebut dikaitkan dengan harga saham dan penurunan hutang akan menurunkan harga saham (Masulis, 1988).

Penelitian ini menyatakan bahwa ada beberapa variabel yang mempengaruhi keputusan pembiayaan (*financing*) antara lain investasi, dividend payout ratio, ownership, risiko perusahaan, struktur aktiva dan ukuran perusahaan.

Keputusan Investasi (*Investment Decision*)

Selain itu, untuk dapat mencapai tujuan perusahaan, maka perusahaan memerlukan investasi untuk memperlancar proses operasinya. Investasi adalah mengeluarkan dana lebih dari satu asset yang akan digunakan untuk beberapa jangka waktu di masa depan.

Investasi yang dilakukan perusahaan untuk memperlancar proses operasinya berupa investasi pada aktiva. Jika kekurangan aktiva tetap, maka perusahaan akan

mengalami kesulitan dalam memenuhi keinginan konsumen sehingga perusahaan akan kehilangan konsumen potensial, dan jika perusahaan memiliki aktiva tetap yang berlebihan maka perusahaan akan mengalami idle fixed assets (aktiva yang tidak terpakai), sehingga akan menambah biaya bagi perusahaan, diantaranya biaya perawatan. Maka komposisi aktiva perusahaan harus seimbang dan sesuai dengan kebutuhan. Investasi dalam penelitian ini adalah pertumbuhan total aset perusahaan dari tahun ke tahun.

Keputusan investasi sangat penting karena akan mempengaruhi keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan dan merupakan inti dari seluruh analisis keuangan (Gitman; 2000 dan Brealy & Myers; 2000). Menurut Modigliani & Miller (1958) untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Hal ini sejalan dengan pendapat Fama (1978) yang mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh investasi. Myers (1977) menyatakan bahwa nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi dan pengeluaran *discretionary* di masa yang akan datang. Untuk itu, peningkatan investasi akan meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian ini menyatakan bahwa ada beberapa variabel yang mempengaruhi keputusan investasi (*investment*) antara lain *debt ratio*, *dividend payout ratio*, *ownership*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan.

Kebijakan Dividen (*Dividen Policy*)

Keputusan keuangan lainnya yang harus diambil oleh manajer keuangan adalah memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagikan semua atau dibagi sebagian untuk dividen dan sebagian lagi tidak dibagi dalam bentuk laba ditahan yang disebut sebagai kebijakan dividen (*dividend policy*). Terdapat tiga pandangan yang dicatat oleh Brigham dan Gapenski (1996), yaitu : (1) Modigliani dan Miller berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan karena tidak mempengaruhi sama sekali nilai perusahaan atau biaya modalnya. Nilai perusahaan tergantung pada kebijakan investasi asetnya, bukan pada berapa laba yang akan dibagi untuk dividen dan laba yang tidak dibagi. Oleh karenanya, menurut MM tidak akan ada pernah kebijakan optimal. (2) Gordon dan Litnert dalam teorinya bird-in-the-hand, berpendapat bahwa dividen lebih baik daripada *capital gain*, karena dividen yang dibagi kurang berisiko lagi, oleh karenanya perusahaan semestinya membentuk rasio pembayaran dividen yang tinggi yang menawarkan dividend yield yang tinggi agar dapat memaksimalkan harga sahamnya. (3) Litzenberger dan Ramaswamy berpendapat bahwa investor lebih menyukai retained earnings daripada dividen, karena pertimbangan pajak yang dikenakan pada capital gain lebih rendah. Teori ini menyarankan agar perusahaan seharusnya membayarkan dividen yang rendah bila ingin memaksimalkan harga sahamnya.

Selain ketiga teori di atas, terdapat dua teori yang saling bertentangan yaitu *signaling* dan *contracting theory*. *Signaling theory* menganggap bahwa informasi dividen dapat berarti *good news* bagi investor karena perusahaan mempunyai *free cash flow* dari operasi perusahaan yang akan dibagi. Sedangkan *contracting theory* menganggap informasi tersebut adalah *bad news*, karena menunjukkan ketidakmampuan manajemen melakukan reinvestasi atas adanya *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan.

Penelitian ini menyatakan bahwa ada beberapa variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen, antara lain *debt ratio*, investasi, *ownership*, likuiditas, profitabilitas, dan risiko.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka penelitian ini menarik hipotesis :

H1 : Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap keputusan investasi dan sebaliknya

H2 : Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan sebaliknya

H3 : Keputusan investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan sebaliknya

H4 : Keputusan pendanaan, keputusan investasi, kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara parsial maupun secara simultan

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Bentuk atau jenis penelitian ini dalam pelaksanaannya adalah menggunakan analisis deskriptif dan verifikatif. Sedangkan model analisis statistik yang digunakan untuk pengujian dibagi ke dalam dua bagian, yaitu (1) *Ordinary Least Square* (OLS) untuk menguji faktor-faktor dalam ketiga keputusan keuangan dan (2) *Two-Stage Least Square* (2LS) untuk menguji pengaruh antar variabel keuangan dan nilai perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Data dan Sampel Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam sektor industri manufaktur di Indonesia dari tahun 1997 hingga tahun 2007, yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*. Cara penarikan sampel dilakukan melalui *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling* yaitu pemilihan sampel dengan berdasarkan pada kriteria tertentu (Cooper & Schindler, 2000). Kriteria yang digunakan adalah: (1) Perusahaan yang termasuk ke dalam industri manufaktur yang listing di BEJ selama periode penelitian yaitu dari tahun 1997-2007. (2) Perusahaan-perusahaan tersebut selalu terdaftar dalam *Indonesian Capital Market Directory* selama periode penelitian. Setelah dilakukan pemilihan sampel menurut kriteria di atas, maka terdapat 94 perusahaan yang lolos dalam kriteria. Namun, sampel ini akan diuji kembali melalui uji normalitas yang akan menghilangkan perusahaan yang memiliki data yang tidak relevan.

Data yang digunakan merupakan gabungan dari data *cross section* (antar perusahaan) dan *time series* (antar waktu) atau *pooled data* (*pooling of cross sectional and time series observations*) atau disebut juga panel data.

Variabel Penelitian

1. Variabel Dependen : Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diukur dengan menggunakan harga saham. Sedangkan harga saham yang digunakan adalah harga penutupan saham (*closing price*) yaitu harga saham pada akhir periode transaksi. Di dalam penelitian ini digunakan *closing price* tahunan atau akhir tahun.

2. Variabel Independen

- Keputusan Pendanaan (*Debt to Equity Ratio/DER*)
- Keputusan Investasi (*Total Assets Growth/Assets Structure*)
- Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio/DPR*)

3. Variabel Kontrol

Variabel kontrol terdiri dari: (1) *Risk Firm*. Risiko perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol yang diukur dengan menggunakan deviasi standar dari EBIT return. (2) *Assets Structure*. Struktur asset dihitung dengan membagi inventori dengan total asset. (3) *Firm Size*. Ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol dihitung dengan logaritma dari penjualan perusahaan. (4) Profitability. Profitabilitas perusahaan diukur dengan menggunakan laba atas total aktiva atau disebut sebagai *Return On Assets (ROA)* yang dihitung dengan rumus EAT dibagi Total Asset. (5) *Firm Growth*. Pertumbuhan perusahaan ini diukur dengan perumbuhan penjualan yang dihitung dengan cara membagi penjualan tahun berjalan dikurangi penjualan tahun sebelumnya dengan penjualan tahun sebelumnya. (6) Liquidity. Likuiditas perusahaan diukur dengan rasio cepat (*quick ratio*) yang dihitung dengan cara membagi aktiva lancar yang telah dikurangi inventory dengan hutang lancar.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Persamaan Keputusan Pendanaan (DER)

**TABEL 1 : HASIL PENGUJIAN REGRESI FAKTOR-FAKTOR DER
ORDINARY LEAST SQUARE (OLS)**

Variabel	Correlations	Coefficients	Sig. t	VIF
Constanta	-	-18,842 0,000	-	
Investment	0,001	1,088	0,147	1,272
DPR	0,052	1,012E-02	0,145	1,709
Assets Structure	-0,090	-1,1654 0,028	4,042	
Size	0,234**	4,777 1,227	0,000	1,290

Adjusted R square = 0, 376

Sig.F = 0,000

Keterangan : Tingkat Signifikansi $\alpha = 0,05$

**Tingkat Signifikansi $\alpha = 0,01$

Hasil analisis pengaruh faktor-faktor kebijakan pendanaan terhadap Debt to Equity Ratio (DER) menggunakan persamaan regresi Ordinary Least Square (OLS). Sesuai dengan hasil analisis statistik di industri manufaktur menunjukkan bahwa secara keseluruhan (simultan) investasi, DPR, kepemilikan institusional, struktur asset, ukuran perusahaan dan risiko secara signifikan mempengaruhi Debt to Equity Ratio (DER). Investasi, DPR, kepemilikan institusional, struktur asset, ukuran perusahaan dan risiko mempunyai pengaruh secara simultan terhadap DER yaitu sebesar 37,6% sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak masuk ke dalam model.

Variabel investasi menunjukkan estimasi positif namun tidak signifikan. Arah hubungannya sesuai dengan yang diharapkan, namun tidak berpengaruh. Variabel DPR menunjukkan estimasi positif namun tidak signifikan. Arah hubungannya sesuai dengan yang diharapkan peneliti, namun tidak signifikan.

Variabel struktur aset menunjukkan estimasi negatif dan signifikan. Hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian Moh'd et al, (1995), Adedeji (1998), Myers (1997), dan Yuniningsih (2002) yang menemukan bahwa struktur aset mempunyai pengaruh positif dengan financial leverage. Perusahaan yang memiliki aset yang kecil, akan lebih membutuhkan dana untuk lebih mengembangkan asetnya tersebut. Dana tersebut biasanya di dapat dari hutang. Semakin kecil aset perusahaan, semakin besar kebutuhan akan hutang yang digunakan untuk pengembangan aset yang dimiliki.

Variabel ukuran perusahaan menunjukkan estimasi positif dan signifikan. Semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin besar pula kebutuhan akan hutangnya. Dan biasanya, perusahaan dengan ukuran yang besar akan lebih mudah mendapatkan hutang dan kepercayaan dari kreditur dan mudah untuk mengeluarkan obligasi. Hasil ini sesuai dengan temuan Baskin (1989), Adedeji (1998), Yuniningsih (2002), Moh'd et al. (1998), Homaifar et al. (1994) dan Friend and Lang (1988) yang menyebutkan bahwa firm size berhubungan positif dan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Variabel risiko menunjukkan estimasi positif dan signifikan. Hasil ini tidak sesuai dengan temuan Ravit (1988) dan hasil penelitian Yuniningsih (2002). Namun hasil ini sesuai dengan temuan Jensen, et al, (1992) dan Meggison (1997) yang menunjukkan bahwa risiko memiliki hubungan yang positif dengan keputusan pendanaan. High risk, high return. Perusahaan yang ingin mendapatkan return yang tinggi akan mendapatkan risiko yang tinggi pula. Hutang adalah salah satu sumber pendanaan yang paling berisiko. Dengan semakin tinggi risiko yang dimiliki perusahaan menunjukkan semakin berisiko pula sumber pendanaannya, yang salah satunya didapat dari hutang.

Persamaan Keputusan Investasi (*Assets Growth*)

**TABEL 2: HASIL PENGUJIAN REGRESI FAKTOR-FAKTOR INVESTASI
ORDINARY LEAST SQUARE (OLS)**

Variabel	Correlations	Coefficients	Sig.t	VIF
Constanta	-	2,653	0,000	-
DER	0,001	1,945E-03	0,238	1,841
DPR	-0,037	-8,43E	-04 0,005	1,726
Size	-0,051	-3,68	0,000	6,237
Profitability	0,005 -	1,54	0,178	1,720
Growth	0,527**	0,472	0,000	1,100

Adjusted R square = 0, 279

Sig. F = 0,000

Keterangan : Tingkat Signifikansi $\alpha = 0,05$

**Tingkat Signifikansi $\alpha = 0,01$

Sesuai dengan hasil analisis statistik di industri manufaktur menunjukkan bahwa secara keseluruhan (simultan) DER, DPR, ukuran perusahaan profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap investasi sebesar 27,9% sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak masuk ke dalam model.

Variabel DER menunjukkan estimasi positif namun tidak signifikan. Arah hubungannya sesuai dengan yang diharapkan namun tidak berpengaruh.

Variabel DPR menunjukkan estimasi negatif dan signifikan mempengaruhi investasi. Semakin besar pembayaran dividen, maka akan mengurangi retained earning dan mengurangi dana untuk kebutuhan investasi.

Variabel ukuran perusahaan menunjukkan estimasi negatif dan signifikan. Hasil ini tidak sesuai dengan yang diharapkan. Namun hasil ini sesuai dengan temuan Baskin (1989) dan Yuniningsih (2002). Perusahaan yang memiliki ukuran kecil masih membutuhkan perkembangan sehingga kebutuhan akan investasinya akan tinggi. Perusahaan kecil akan terus mencari kesempatan investasi guna kebutuhan pertumbuhan perusahaannya.

Variabel profitabilitas menunjukkan estimasi negatif namun tidak signifikan mempengaruhi investasi. Hasil ini sesuai dengan temuan Adedeji (1998) dan Yuniningsih (2002) yang menunjukkan bahwa profitabilitas tidak mempengaruhi investasi. Variabel pertumbuhan perusahaan menunjukkan estimasi positif dan sangat signifikan mempengaruhi investasi. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, semakin tinggi investasi yang dilakukan perusahaan tersebut. Karena pertumbuhan perusahaan yang dicapai perusahaan merupakan hasil dari kegiatan investasi yang telah dilakukan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Fama (1974) dan Yuniningsih (2002).

Persamaan Kebijakan Dividen (DPR)

TABEL 3: HASIL PENGUJIAN REGRESI FAKTOR-FAKTOR INVESTASI ORDINARY LEAST SQUARE (OLS)

Variabel	Correlations	Coefficients	Sig.t	VIF
Constanta	-	24,799	0,031	-
DER	0,052	2,018E-02	0,923	1,838
Invesment	-0,037	-3,062	0,431	1,147
Risk	-0,006	-27,946	0,203	1,362
Profitability	-0,075	-43,028	0,003	1,791
Liquidity	0,052	-0,426	0,649	1,749

Adjusted R square = 0,329

Sig. F = 0,000

Keterangan : *Tingkat Signifikansi $\alpha = 0,05$

**Tingkat Signifikansi $\alpha = 0,01$

Tabel di atas menunjukkan bahwa secara keseluruhan (simultan) DER, investasi, risiko, profitabilitas dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap DPR dengan besarnya pengaruh 32,9% sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak masuk ke dalam model regresi.

Variabel DER menunjukkan estimasi positif namun tidak signifikan. Arah hubungan sesuai dengan yang diharapkan namun tidak signifikan.

Variabel investasi menunjukkan estimasi negatif namun tidak signifikan. Arah hubungan sesuai dengan yang diharapkan namun tidak signifikan. Variabel kepemilikan institusional menunjukkan estimasi negatif namun tidak signifikan. Arah hubungan tidak sesuai dengan yang diharapkan dan tidak signifikan. Variabel risiko menunjukkan estimasi negatif namun tidak signifikan. Pada perusahaan manufaktur, dividen tidak dibayarkan berdasarkan risiko yang dimiliki perusahaan. Karena umumnya perusahaan di Indonesia

cenderung membayarkan dividennya dengan jumlah yang kecil atau tidak membayarkan sama sekali bagaimanapun kondisi yang dialami perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Adedeji (1998).

Variabel profitabilitas menunjukkan estimasi negatif dan signifikan mempengaruhi DPR. Hasil ini sangat bertentangan dengan teori-teori yang ada dan juga tidak sesuai dengan hasil yang diharapkan. Profitabilitas yang tinggi tidak menjamin pembayaran dividen yang tinggi. Pada kondisi profitabilitas yang rendah, perusahaan dapat saja membayarkan dividennya. Dan pada kondisi profitabilitas yang tinggi, perusahaan cenderung menggunakan dananya untuk kepentingan investasi dibanding untuk membayarkan dividen. Variabel likuiditas menunjukkan estimasi negatif namun tidak signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Adedeji (1998) dan Yuniningsih (2002) yang menunjukkan bahwa likuiditas tidak mempengaruhi pembayaran dividen. Likuiditas perusahaan akan dimanfaatkan untuk kesempatan investasi guna kepentingan perusahaan.

Persamaan Keputusan Keuangan

**TABEL 4: HASIL PENGUJIAN REGRESI KEPUTUSAN KEUANGAN
TWO-STAGE LEAST SQUARE (2LS)**

	FINANCING			INVESTMENT			DIVIDEND		
	Coef.	Sig.t	Corr.	Coef.	Sig.t	Corr.	Coef.	Sig.t	Corr.
Constanta	-	8.890	0.000	-	-0.313	0.015	-	23.815	0.038
DER	1	-	-	-0.031	-0.104	0.002	0.085	6.779	0.066
Inv	-0.031	-0.247	0.368	1	-	-	-0.061	-0.745	0.632
DPR	0.085	8.525	0.000	-0.061	-0.448	0.000	1	-	-
Adj. R Square			0.340			0.031			0.328
Sig. F			0.000			0.049			0.000

Analisis pengaruh antar keputusan keuangan menggunakan metode Two-Stage Least Square. Berdasarkan hasil di atas, diketahui bahwa secara simultan, baik itu pada persamaan keputusan pendanaan (*financing*), persamaan investasi maupun pada persamaan dividen, variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Variabel DER dapat dijelaskan oleh variabel investasi, DPR dan kepemilikan institusional sebesar 34%, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lainnya di luar model. Variabel investasi dapat dijelaskan oleh variabel DER, DPR sebesar 3,1%, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lainnya di luar model. Sedangkan variabel DPR dapat dijelaskan oleh variabel investasi, DER sebesar 32,8%, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lainnya di luar model.

Pada persamaan keputusan pendanaan (*financing*), investasi menunjukkan estimasi negatif namun tidak signifikan mempengaruhi DER. Arah hubungan sesuai dengan yang diharapkan dan kebanyakan teori-teori yang ada. Namun disini tidak signifikan. Juga tidak sesuai dengan hasil penelitian Chang dan Rhee (1990), Adedeji (1998), Yuniningsih (2002), Kaaro (2003), dan Hasnawati (2005) yang menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan. Kebijakan hutang tidak dipengaruhi oleh keputusan investasi. Namun belum tentu sebaliknya. Untuk kondisi saat ini, kebutuhan hutang akan lebih dipengaruhi oleh besarnya biaya

operasional perusahaan dan menutupi atau meminimalisir kerugian yang diderita perusahaan.

Variabel DPR menunjukkan estimasi positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap DER. Semakin besar dividen yang dibayarkan perusahaan, semakin tinggi pula kebutuhan dana perusahaan. Kebutuhan dana tersebut akan dipenuhi oleh hutang apabila dana internal tidak mencukupi untuk membayarkan dividen. Dana dividen yang tinggi dan mengurangi agency cost, sehingga dana perusahaan akan berkurang dan akan mencarinya dari luar (terutama dari hutang). Hasil ini sesuai dengan pendapat Crutchley dan Hensen (1989), Ross (1977), Leland dan Pyle (1977).

Untuk persamaan investasi dapat diketahui bahwa ketiga variabel, yaitu DER, DPR menunjukkan estimasi negatif dan ketiganya berpengaruh secara signifikan. Semakin tinggi hutang, semakin rendah investasi yang dilakukan perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Fama, et al, (2000), Yuniningsih (2002), Kaaro (2003), dan Hasnawati (2005). Pada kondisi saat ini, perusahaan akan meminimalisir risiko perusahaan yang salah satunya ditimbulkan oleh bunga dari hutang.

Tingginya tingkat hutang yang dimiliki perusahaan-perusahaan manufaktur yang ada di Indonesia menimbulkan banyaknya perusahaan yang gulung tikar. Untuk itu, diperlukan penurunan hutang untuk menurunkan risiko dan dengan semakin menurunnya risiko perusahaan, maka akan melancarkan kegiatan investasi.

Semakin besar dana yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen, maka semakin berkurang dana yang dapat digunakan untuk investasi. Hasil ini sesuai dengan pendapat Jensen et al (1992), dan hasil temuan Adedeji (1998). Kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif terhadap investasi.

Sedangkan pada persamaan dividen, variabel DER menunjukkan estimasi positif namun tidak signifikan. Variabel investasi menunjukkan estimasi negatif namun tidak signifikan. Variabel kepemilikan institusional memiliki estimasi positif dan tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap DPR. Pada variabel *Dividend Payout Ratio*, tidak ada satupun variabel yang berpengaruh. Hal ini dikarenakan pada kondisi saat ini, perusahaan-perusahaan sektor manufaktur banyak yang tidak membayarkan dividennya pada pemegang saham. Baik itu perusahaan besar ataupun perusahaan kecil yang listing. Kondisi apapun yang sedang terjadi baik di dalam perusahaan maupun di luar perusahaan tidak mempengaruhi ada tidaknya pembayaran dividen.

Persamaan Nilai Perusahaan (*Closing Price*)

**TABEL 5: HASIL PENGUJIAN REGRESI NILAI PERUSAHAAN
TWO-STAGE LEAST SQUARE (2LS)**

Variabel	Correlations	Coefficients	Sig.t
Constanta	-	991,482	0.068
DER	-0.191**	-29,802	0.000
Invesment	0.104**	947,611	0.049
DPR	-0.055	-3,100	0.000

Adjusted R square = 0, 580

Signifikansi = 0,000

Keterangan : Tingkat Signifikansi $\alpha = 0,05$

**Tingkat Signifikansi $\alpha = 0,01$

Pada tabel di atas, dapat diketahui bahwa secara simultan, variabel DER, investasi, DPR, berpengaruh signifikan terhadap harga saham sebesar 58%, sedangkan sisanya dipengaruhi variabel lainnya di luar model regresi diantaranya kondisi ekonomi makro, hukum, politik dan keamanan. Seluruh variabel independent berpengaruh signifikan terhadap harga saham namun estimasinya memiliki arah hubungan yang berbeda-beda. Untuk variabel DER, memiliki estimasi negatif.

Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan yang sangat berisiko. Besarnya hutang dan mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Apabila perusahaan dapat memanfaatkan dan menggunakan hutangnya dengan baik, maka perusahaan tersebut akan lebih maju dibandingkan dengan yang tidak memiliki hutang. Namun sebaliknya, apabila perusahaan tidak dapat memanfaatkan hutangnya tersebut, maka risiko perusahaan akan semakin tinggi dan akan mempengaruhi performa perusahaan. Penurunan performa perusahaan akan memberikan pandangan buruk dari investor dan hal ini dapat menurunkan permintaan akan saham perusahaan dan akibatnya harga saham perusahaan akan turun. Dan pada saat ini, banyak perusahaan yang tidak dapat memanfaatkan hutang yang dimilikinya sehingga perusahaan cenderung mengalami kerugian. Sehingga peningkatan hutang dapat menurunkan nilai perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Modigliani & Miller (1963), De Angelo & Masulis (1980), Bradley et al (1984) dan Park & Evan (1996), dan Jensen (1986).

Variabel investasi menunjukkan estimasi positif. Semakin tinggi investasi yang dilakukan perusahaan, maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Fama (1978), Myers (1977), dan Yuniningsih (2005). Selain itu, hasil ini mendukung signaling theory. Investasi yang tinggi merupakan sinyal pertumbuhan pendapatan perusahaan di masa yang akan datang. Sinyal tersebut akan ditanggapi investor sebagai good news yang nantinya akan mempengaruhi persepsi investor terhadap kinerja perusahaan yang akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Variabel DPR menunjukkan estimasi negatif. Semakin tinggi dividen, semakin rendah harga saham. Hasil ini jelas sangat bertentangan dengan teori-teori yang ada dan bertentangan dengan penelitian Lintner (1956), Miller&Rock (1985), Bhattacharya (1979), Brigham dan Ehrhardt (2002:699). Tingkat pajak dividen lebih tinggi dari pada tingkat pajak capital gain. Para investor lebih menyukai pendapatan yang berasal dari capital gain karena tingkat pajaknya rendah. Selain itu, saat ini banyak yang berpandangan bahwa tingginya dividen yang dibagikan perusahaan kepada para pemegang saham diartikan sebagai ketidakmampuan perusahaan di dalam mengelola free cash flow yang dimiliki. Sehingga pembayaran dividen yang terlalu tinggi melebihi batas normal tidak baik juga terhadap persepsi beberapa investor.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Berdasarkan analisis statistik yang telah dilakukan menunjukkan bahwa pada persamaan keputusan pendanaan (DER), keputusan pendanaan tidak dipengaruhi oleh investasi. Namun sebaliknya, investasi dipengaruhi oleh keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan (hutang) berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi. Keputusan pendanaan pun dipengaruhi oleh DPR. Namun sebaliknya, DPR tidak

dipengaruhi oleh keputusan pendanaan. DPR berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan.

Pada persamaan nilai perusahaan dengan indikator harga saham, kebijakan pendanaan (DER) memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan yang memiliki tingkat risiko yang tinggi. Risiko tersebut berhubungan dengan risiko pembayaran bunga yang umumnya tidak dapat ditutupi perusahaan. Sehingga risiko tersebut dapat menurunkan nilai perusahaan. Keputusan investasi memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa investasi dapat diindikasikan sebagai good news bagi investor. Karena investasi ini dapat dijadikan sebagai sinyal pertumbuhan pendapatan di masa yang akan datang, sehingga peningkatan investasi akan meningkatkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Pembagian dividen yang terlalu tinggi dapat diartikan beberapa investor sebagai ketidakmampuan perusahaan didalam mengelola free cashflow.

DAFTAR RUJUKAN

- Adedeji, A., "Does the Pecking Hypotesis Explain the Dividend Payout Ratio of Firm in The UK?" *Journal of Business Finance and Accounting* 25 (9) and (10), November/December, 1127-1155. 1998
- Barclay, M.J., Smith, C.W. and Watts, R.L, "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies," *Journal of Applied Corporate Finance*. 1995
- Baskin, J., "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypotesis," *Financial Management* Spring, 26-35. 1989
- Bhattacharya, S., 1979, "Imperfect Information, Dividend Policy and The Bird In The Hand Fallacy," *Bell Journal of Economics* 10, 259-270. 1979
- Bradley, M. G., Jarrell, dan E. Kim, "On The Existance of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *Journal of Finance* 39 (3) : 857-880. 1984
- Brigham, Eugene F dan Louis C Gapenski, "*International Financial Management*", The Dryden Press, Florida. 1996
- Brigham Eugene and Ehrhardt Michael. "*Financial Management-Theory and Practise*," Tenth edition, Thamson Learning, Shouth Western. 2002
- Blume, M.E, "Stock return and Dividend Yields : Some More Evidence," *Review of Economic and Statistics* 62, November, 567-577. 1980
- Chang R. P., dan S. G. Rhee., "*Tax and Dividend : The Impact of Personal taxes on Corporate Dividen Policy and Capital Structure Decisions*," *Financial Management* Summer, 21-31. 1990

- Cho, M. H. "Ownership Structure, Investment and Corporate Value an Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 103-121. 1998
- Crutchley, Claire E dan Hansen, Robert S, "**A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends,**" *Financial Management* (Winter), h. 36-46. 1989
- DeAngelo, H., and R.W. Masulis, "Leverage and Dividend Policy Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation," *The Journal of Finance* **35** (2), May 453-464. 1980a
- DeAngelo, H., and R.W. Masulis, "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation," *The Journal of Finance Economics* **8**, 3-29. 1980b
- Easterbrook, F.H., "Two Agency Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review* **74**, 650-659. 1984
- Emery and Finnerty, "**Corporate Financial Management**" Prentice Hall. 1997
- Fama, Eugene F., and French, Kenneth R., "Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividend and Debt", *Working Paper, University of Chicago*. 2000
- Fama, E.F., "**The effect of The Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of it Security**". 1978
- Holder, " *American Economics Review* **68**, June, 272-284
- Fama, Eugene & French, Kenneth R., "Taxes, Financing Decision, and Firm Value," *The Journal of Finance Vol LII*, 819-843. 1998
- Florentina, I.E., 2001, "**Pengujian Hipotesis Pecking Order Theory : Analisis Terhadap Keterkaitan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi**",
- Friend, I dan Lang, LHP, "An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure., *The Journal of Finance* **43**, h. 271-282. 1988
- Gitman, L.J, 2000, "**Principle of Management Finance**," 9th d, Addison Wasler, Massachussets
- Hasnawati, Sri, "Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di BEJ," *Usahawan, No.09*, September. 2005

- Holder E. Mark., Langrehr W. Frederick dan Hexter J. Lawrence, "**Dividend Policy Determinants: An Investigation of the influence of Stakeholder Theory**", *Financial Management* (Autumn). 1998
- Homaifar, G., J., Zietz., and O. Benkanto., "An Emphirical Model of Capital Struture : Some New Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting*, 21:1-14. 1994
- Jensen, GR, DP Solberg, dan TS Zorn, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt. and Dividends Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, h. 247-263. 1992
- Jensen, M.C., "Agency Cost of Free Cashflow, Corporate Finance and Takeover," *American Economics Review* 76. 1986
- Kaaro Hermeindito, "Simultaneous Analysis Of Corporate Invesment, Dividend, And Finance Empirical Evidence Under High Uncertainty," *The Journal of Accounting, Management, and Economics Research*. Vol.3 No.1, February:1-17. 2003
- Leland H., and D. Pyle. "Informational Asmetries, Financial Structure, and Finance Intermediation," *Journal of Finance*, 32, 371-388. 1997
- Levy, Haim and Marshall Sarnat, "**Capital Invesment Financial Decisions**", New York: Prentice Hall: 331 – 548. 1990
- Lins, Karl V, "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets", *Social Science Research Network* (April), h. 1-47. 2002
- Lintner, John, "Distributions of Income of Corporation of Among Dividends, Retained Earnings and Taxes,' *The America Review*, May 97-113. 1956
- Masulis, R., "**The Debt Equity Choice**", MA : Ballinger. 1998
- Mbodja, M & Mukherjee Tarunk, "An Investigation Into Causality Among Firm' Dividend, Invesment, & Financing Decision", *Journal of Financial Research*, pp 517-530. 1994
- Meggison, W.L., "**Corporate Financial Theory**," Addison Wesley, Massachusetts. 1997
- Miller, M, dan Rock, K. "Dividend Policy Under Asymmetric Information" *Journal of Finance*, 40:1031-105. 1985

- Moh'd, M. A., Perry, L. G., and Rimbey, J. M., "An Investigation of Dynamic Relation Between Theory and Dividend", *The Financial Review*, Vol 30, No. 20, May. 1995
- Myers, S., S. Majluf., "Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, June, 187-221. 1984
- Ravit, S. A., "An Interaction of Production and Financial Decision", *Financial Management*, No.17, pp 87-99. 1988
- Ross, S.A., "The Determination of Financial Structure:The Incentive Signalling Approach", *Journal of Economics*, Spring, 8,pp 23-40. 1977
- Rozeff, M., "Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research* 5, 11, 249-259. 1982
- Shome, D., dan Singh, S. Firm value and External Blockholdings", *Financial Management*, 24 : 3-14. 1995
- Smith Jr. C.W, and R.L. Watts, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of financial Economics* 13, June 187-221. 1992
- Soliha dan Taswan, "Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.9, No.2. 2002
- Sutrisno, "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout ratio Pada Perusahaan Publik Di Indonesia", *TEMA*, Vol.II No.1. 2001
- Van Horne, James C., "*Financial Management And Policy*". New Jersey: Prentice-Hall. 2002
- Van Horne, James dan Wachowich., "*Fundamental of Financial Management*". England: Prentice Hall. 2004
- Yuniningsih, 2002, "Interdependensi Antara Kebijakan Dividend Payout ratio, Financial Leverage, dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listed Di Bursa Efek Jakarta," *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.9, September, h 164-182. 2002

