

SKRIPSI

**PENGARUH KEBIJAKAN HUTANG, KEBIJAKAN INVESTASI, DAN
KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2003-2007**



OLEH:

Bambang Sakti Aji Budi Utomo

F. 1306554

FAKULTAS EKONOMI – NON REGULER
UNIVERSITAS SEBELAS MARET
SURAKARTA
2009

HALAMAN PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi dengan judul:

**PENGARUH KEBIJAKAN HUTANG, KEBIJAKAN INVESTASI,
DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2003-2007**

Surakarta, 28 Mei 2009

Disetujui dan Diterima oleh

Pembimbing

(Drs. Agus Budiatmanto, Msi, Ak)

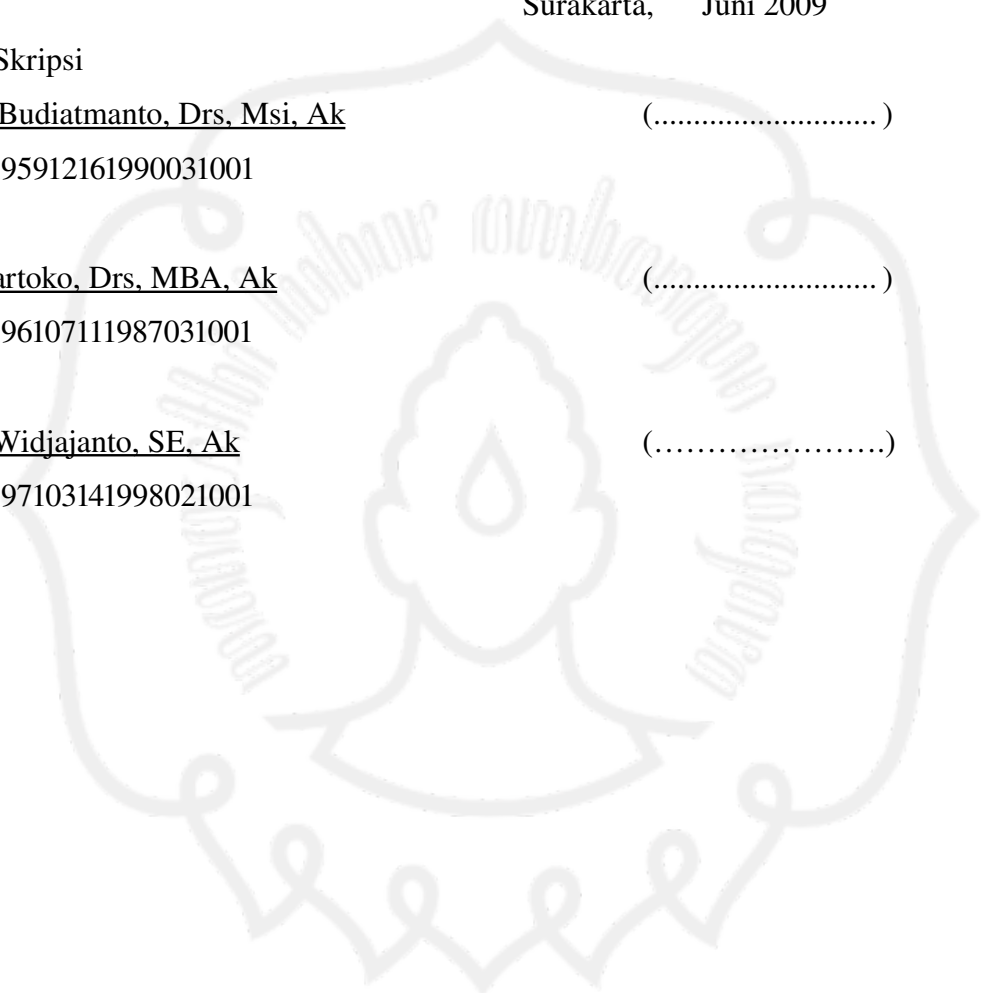
NIP.195912161990031001

HALAMAN PENGESAHAN

Telah disetujui dan diterima baik oleh team penguji Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret guna melengkapi tugas-tugas dan memenuhi syarat-syarat untuk memperoleh gelar sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi.

Surakarta, Juni 2009

Tim Penguji Skripsi

1. Agus Budiattanto, Drs, Msi, Ak (.....)
NIP. 195912161990031001
 2. Sri Hartoko, Drs, MBA, Ak (.....)
NIP. 196107111987031001
 3. Anis Widjajanto, SE, Ak (.....)
NIP. 197103141998021001
- 

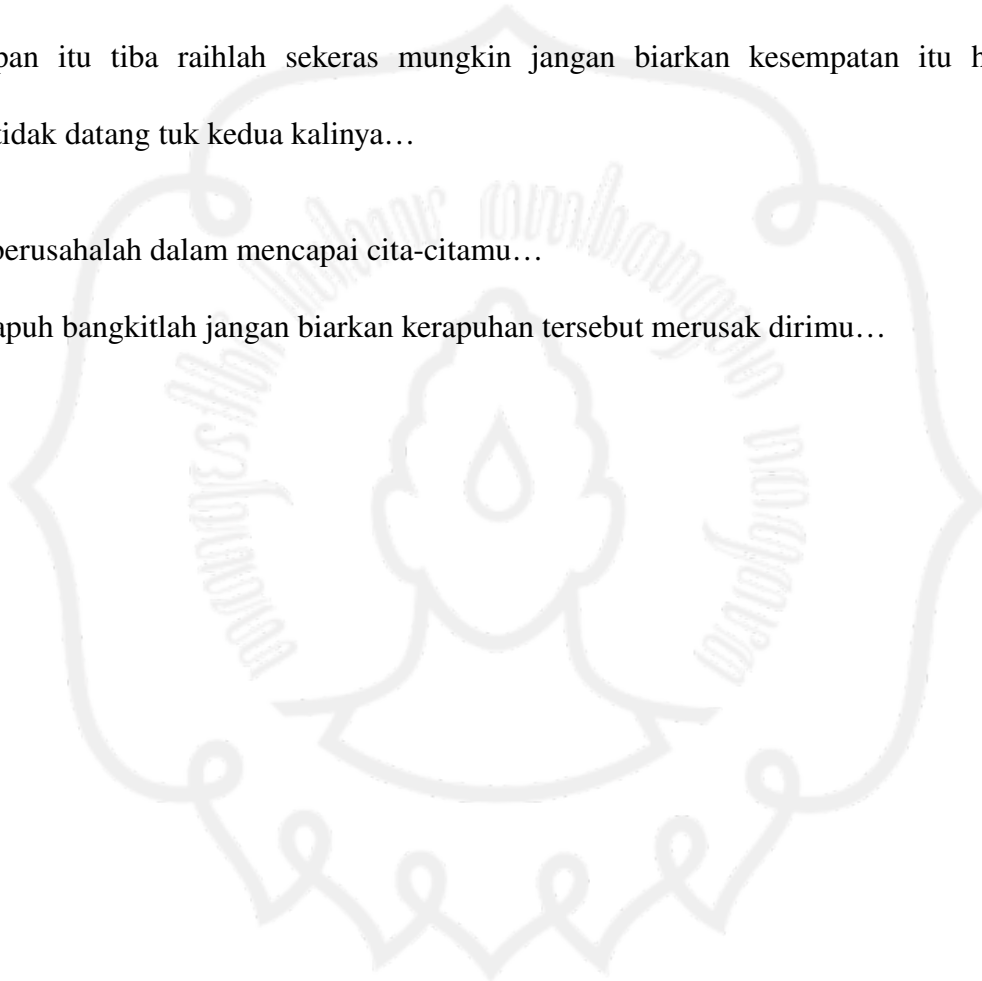
HALAMAN MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Janganlah membuat hidup ini semakin susah, karena kesusahan itu yang buat kita sendiri.berusahalah membuat hidup ini menjadi lebih bersinar...

Ketika harapan itu tiba raihlah sekeras mungkin jangan biarkan kesempatan itu hilang, karena kesempatan tidak datang tuk kedua kalinya...

Berdoa dan berusahalah dalam mencapai cita-citamu...

Ketika kau rapuh bangkitlah jangan biarkan kerapuhan tersebut merusak dirimu...



Teruntuk :

- ❖ Allah SWT atas karunia-Nya
- ❖ Papah dan Mamah yang tercinta
- ❖ Kakakku yang terbaik, Diant Reksawan dan Iyok

KATA PENGANTAR

Segala puji bagi Allah Tuhan semesta alam yang telah memberikan rahmat dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Salam dan shalawat semoga senantiasa dilimpahkan kepada junjungan kita Nabi Muhammad saw, sahabat dan keluarganya. Amien.

Skripsi berjudul **“PENGARUH KEBIJAKAN HUTANG, KEBIJAKAN INVESTASI, DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2003-2007”** ini disusun sebagai bagian untuk melengkapi tugas-tugas dan memenuhi syarat-syarat untuk mencapai gelar sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.

Penulisan skripsi ini tidak lepas dari bantuan, bimbingan, dan pengarahan dari berbagai pihak, untuk itu penulis ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Prof. Dr. Bambang Sutopo, M.Com, Ak selaku Dekan Fakultas Ekonomi.
2. Drs. Jaka Winarna, M.Si., Ak selaku Ketua Jurusan Akuntansi dan sekaligus Pembimbing Akademik.
3. Drs. Agus Budiarmanto, Msi, Ak selaku Dosen Pembimbing, terima kasih atas kesabaran Bapak untuk meluangkan waktu, memberikan arahan dan bimbingan hingga selesainya skripsi ini.
4. Mama dan Papa yang selalu memberi semangat. Terima kasih atas doa dan bimbingannya selama ini yang tanpa pamrih. Hanya Allah SWT yang bisa membalasnya.
5. Kakakku yang tercinta, terima kasih atas dukungan dan doanya.
6. Mas Iyok. Terima kasih banget deh!! Tanpa dia, saya disini tidak akan maju sampai sejauh ini.
7. Pak Timin yang baik sekaliiii....trima kasih ya pak uda membantu.
8. Anak-anak kontrakan laknat yang selalu menemaniku di malam hari yang menggila.
9. Team Kepompong dan teman-teman yang di Jogja pun, terima kasih atas dukungan dan doannya juga.
10. Anak-anak S1 akuntansi non-reguler UNS angkatan 2006 dan semua angkatan yang saya kenal. Semoga nantinya menjadi orang sukses semuanya.

Penulis menyadari skripsi ini tidak lepas dari kesalahan, untuk itu kritik dan saran yang membangun sangat diharapkan demi sempurnanya skripsi ini. Akhir kata, penulis berharap semoga skripsi ini dapat dijadikan bahan studi dan bermanfaat bagi kita semua. Amien.

Surakarta, Juni 2009

Penyusun

DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTRAKSI	i
HALAMAN PERSETUJUAN	iii
HALAMAN PENGESAHAN	iv
HALAMAN MOTTO DAN PERSEMBAHAN	v
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
 BAB	
I. PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Perumusan Masalah.....	5
C. Tujuan Penelitian.....	5
D. Manfaat Penelitian.....	6
E. Sistematika Penulisan.....	7
II. TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS	8
A. Tinjauan Pustaka.....	8
1. Nilai Perusahaan.....	8
2. Kebijakan Dividen.....	9
2.1. Pengertian Dividen.....	9
2.2. Jenis-jenis Dividen.....	10
2.3. Teori Kebijakan Dividen.....	11
2.4. Alternatif Kebijakan Dividen.....	16
3. Kebijakan Hutang.....	18
4. Kebijakan Investasi.....	23
4.1. Pengertian Investasi.....	23

4.2. Bentuk-bentuk Investasi.....	25
4.3. Kriteria Penilaian Investasi.....	26
4.4. Risiko Investasi.....	27
B. Kerangka Pemikiran	28
C. Hipotesis dan Penelitian Terdahulu.....	28
III. METODE PENELITIAN.....	34
A. Jenis Penelitian.....	34
B. Populasi dan Sampel Penelitian.....	34
1. Populasi.....	34
2. Sampel Penelitian.....	35
C. Data dan Metode Pengumpulan Data.....	35
D. Variabel Penelitian dan Pengukurannya.....	35
1. Variabel Independen.....	36
2. Variabel Dependen.....	39
E. Metode Analisis Data.....	40
1. Pengujian Regresi Berganda.....	40
2. Pengujian Asumsi Klasik.....	41
2.1. Uji Normalitas.....	41
2.2. Uji Autokorelasi.....	41
2.3. Uji Heterokedastisitas.....	42
2.4. Multikolinieritas.....	42
3. Pengujian Hipotesis.....	43
3.1. Pengujian Koefisien Regresi Parsial (Uji-T).....	43
3.2. Uji F.....	43
3.3. Koefisien Determinasi (R^2).....	44
IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN.....	46
A. Statistik Deskriptif.....	46
B. Analisis Data.....	49

1. Uji Asumsi Klasik.....	49
1.1. Uji Normalitas.....	49
1.2. Uji Multikolinearitas.....	50
1.3. Uji Autokorelasi.....	51
1.4. Heterokedastisitas.....	52
2. Uji Hipotesis.....	53
2.1. Analisis Regresi Ganda.....	53
2.2. Uji F.....	55
2.3. Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	56
2.4. Uji t.....	57
C. Pembahasan.....	59
V. PENUTUP	64
A. Kesimpulan.....	64
B. Keterbatasan Penelitian.....	65
C. Saran	65
DAFTAR PUSTAKA	67
LAMPIRAN	70

DAFTAR TABEL

TABEL	Halaman
1. Sampel penelitian.....	46
2. Deskripsi data dari perusahaan yang dijadikan sampel.....	47
3 Hasil uji normalitas data.....	49

4. Hasil uji multikolinearitas.....	50
5. Rangkuman hasil uji autokorelasi.....	51
6. Hasil uji heterokedastisitas.....	52
7. Hasil analisis regresi berganda.....	53
8. Hasil uji F.....	55
9. Hasil uji t.....	57



DAFTAR GAMBAR

GAMBAR

Halaman

1. Kerangka pemikiran.....	28
----------------------------	----

Bab I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Di dalam dunia modern saat ini, seorang manajer memegang kunci kesuksesan suatu perusahaan. Manajer perusahaan dituntut untuk dapat memainkan peranan yang penting dalam kegiatan operasi, pemasaran, dan pembentukan strategi perusahaan secara keseluruhan. Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan laba perusahaan. Investor yang menginvestasikan dana yang dimilikinya, seperti dalam bentuk saham bertujuan untuk memaksimalkan kekayaan yang didapat dari dividen ataupun *capital gain*. Nilai sebuah perusahaan dapat tercermin dalam harga saham perusahaan di bursa saham. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional. Seiring dengan berkembangnya ilmu pengetahuan dan teknologi, tujuan perusahaan harus mampu menciptakan nilai (*value creation*) bagi pemiliknya. Nilai-nilai tersebut diwujudkan ke dalam harga pasar dari saham biasa perusahaan. Manajemen perusahaan harus berusaha memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (*shareholder*) melalui kewenangan yang diberikan dalam membuat kebijakan baik berupa kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen.

Hutang adalah instrumen yang sangat sensitive terhadap perubahan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (Modigliani & Miller dalam Brigham, 1999). 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. Para pemilik perusahaan lebih suka perusahaan menciptakan hutang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan.

Penilaian suatu perusahaan sekarang ini beragam tidak hanya terfokus pada laporan keuangan saja tetapi ada pula yang memandang nilai suatu perusahaan juga tercermin dari nilai investasi yang akan dikeluarkan di masa datang. Nilai perusahaan digambarkan oleh Myers (1977) yang dikutip oleh Gaver dan Gaver (1993) sebagai sebuah kombinasi *assets in place* (aset yang dimiliki) dengan *investment options* (pilihan investasi) di masa depan. Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lain yang dilakukan saat ini dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa datang. Optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan 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).

Kebijakan dividen adalah salah satu dari persoalan yang sangat diperdebatkan di keuangan (*finance*). Berbagai penelitian telah dilakukan untuk menjelaskan mengapa perusahaan harus membayar dividen atau tidak (Baker dan Powell, 1999). Muncul beberapa studi empiris yang mendukung dan menolak relevansi dividen. Beberapa peneliti yang menolak relevansi dividen antara lain Miller dan Modigliani (1961), Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1978), Jose dan Stevens (1989). Sedangkan beberapa peneliti lainnya yang mendukung relevansi dividen adalah Long (1978), Sterk dan Vandenberg (1990). Beberapa peneliti telah mengembangkan dan menguji berbagai model untuk menjelaskan perilaku dividen. Telah dilakukan survei terhadap manajer kantor pusat dan investor untuk menentukan pandangan mereka mengenai dividen. Motivasi sesungguhnya untuk membayar dividen masih merupakan teka-teki. Penelitian yang dilakukan oleh Baker dan Powel (1999) menyelidiki pandangan manajer kantor pusat di perusahaan-perusahaan

Amerika mengenai tiga hal yaitu (1) hubungan antara nilai perusahaan dan kebijakan dividen (2) penjelasan mengenai relevansi dividen meliputi *bird-in the hand*, *signaling*, pemilihan pajak dan penjelasan keagenan dan (3) bagaimana perusahaan menentukan jumlah dividen yang dibayarkan. Mereka juga menguji apakah respon mengenai hal ini berbeda diantara tiga kelompok industri (manufaktur, perdagangan eceran dan utilitas). Memahami keyakinan manajer yang terlibat dalam penetapan kebijakan dividen mungkin memberi kontribusi terhadap pemahaman kita mengenai mengapa perusahaan membayar dividen kas. Penelitian yang dilakukan oleh Baker dan Powell ini juga memberi kontribusi terhadap riset survei mengenai kebijakan dividen. Bukti-bukti temuan menunjukkan sebagian besar responden yakin bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Soliha & Taswan (2002), dengan perbedaan seperti berikut ini.

- a. Periode penelitian Soliha & Taswan (2002) adalah pada periode 1993-1997 sedangkan penelitian ini menggunakan periode 2003-2007 dengan alasan kondisi perekonomian pada periode 2003-2007 berbeda dengan periode 1993-1997, oleh karenanya penelitian ini dimaksudkan untuk menguji kembali hasil penelitian Soliha & Taswan (2002) guna memperoleh kesimpulan tentang konsistensi hasil penelitian.
- b. Variabel independen penelitian Soliha & Taswan (2002) hanya “kebijakan hutang”, sedangkan penelitian ini memasukkan dua variabel independen tambahan yaitu “kebijakan investasi” dan “kebijakan dividen” dengan alasan bahwa nilai perusahaan selain dipengaruhi kebijakan hutang dipengaruhi pula oleh kemampuan manajemen dalam mengambil kebijakan investasi dan kebijakan dividen (Brigham,1999).

B. Perumusan Masalah

Rumusan masalah yang akan dikaji dan dianalisis dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut ini.

1. Apakah kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdapat di BEI (bursa Efek Indonesia) ?
2. Apakah kebijakan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdapat di BEI (bursa Efek Indonesia) ?
3. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdapat di BEI (bursa Efek Indonesia) ?
4. Apakah kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdapat di BEI (bursa Efek Indonesia) ?

C. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini dapat dipaparkan seperti berikut ini.

1. Untuk memperoleh bukti empiris tentang pengaruh secara parsial kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2003-2007.
2. Untuk memperoleh bukti empiris tentang pengaruh kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen secara bersama-sama terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2003-2007.

D. Manfaat Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan harapan dapat memberi manfaat pada pihak-pihak seperti berikut.

1. Bagi Emiten

Hasil penelitian dapat digunakan oleh manajemen sebagai dasar pengambilan keputusan ekonomi perusahaan dalam rangka mengoptimalkan nilai perusahaan melalui kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen perusahaan.

2. Bagi Investor

Hasil penelitian dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan untuk melakukan investasi pada perusahaan manufaktur terkait informasi mengenai kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen yang mempengaruhi nilai perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

3. Bagi Penelitian Berikutnya

Hasil penelitian dapat digunakan sebagai referensi dan dasar awal penelitian-penelitian berikutnya terutama penelitian terkait pengaruh kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen.

E. Sistematika Penulisan

Bab I Bab ini berisi latar belakang, perumusan masalah, batasan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab II Pada bab ini akan dijelaskan tinjauan pustaka dan tinjauan ulang penelitian terdahulu yang relevan dengan penelitian ini serta dilanjutkan dengan hipotesis penelitian.

Bab III Pada bab ini menguraikan ruang lingkup penelitian, variabel dan pengukurannya, populasi, sampel, dan metode pengambilan sampel dan metode analisis data.

Bab IV Pada bab ini akan dijelaskan analisis data penelitian dengan melakukan pengujian hipotesis dan interpretasi data.

Bab V Bab ini berisi kesimpulan yang diambil dari seluruh pembahasan sebelumnya, keterbatasan dan implikasi penelitian yang dapat diajukan sebagai bahan perbaikan.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

VI. Tinjauan Pustaka

I. Nilai Perusahaan

Manajer perusahaan mempunyai tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui implementasi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Oleh sebab itu, dalam pelaksanaannya harus dilakukan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan akan berdampak terhadap pencapaian tujuan perusahaan. Tujuan umum dari suatu perusahaan adalah untuk mengembangkan usahanya dan memberikan kemakmuran yang maksimal kepada para pemegang sahamnya serta mengoptimalkan nilai perusahaan.

Dalam mengoptimalkan nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen

keuangan. Jika dilihat dari fungsinya, manajer keuangan haruslah memaksimalkan profit perusahaan. Namun menurut Sartono (1997) tujuan yang harus dicapai oleh manajer keuangan bukanlah mengoptimalkan profit melainkan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimasi nilai perusahaan.

Jika kemakmuran pemegang saham terjamin maka sudah pasti nilai dari perusahaan tersebut meningkat. Kemakmuran para pemegang saham perusahaan akan meningkat jika harga saham yang dimiliki perusahaan juga meningkat. Dengan kata lain, jika harga pasar saham meningkat ini berarti nilai perusahaan juga meningkat (Sartono, 1997).

Nilai perusahaan pada umumnya dapat diukur dari beberapa aspek di mana salah satunya adalah dengan nilai pasar saham yang nilainya dihitung dengan menggunakan *Price Book Value* (PBV). Rasio PBV merupakan perbandingan antara nilai saham menurut pasar dengan nilai buku ekuitas perusahaan. Nilai buku dihitung sebagai hasil bagi antara ekuitas pemegang saham dengan jumlah saham yang beredar.

II. Kebijakan Dividen

1. Pengertian Dividen

Dividen adalah pembagian laba yang diperoleh perusahaan kepada para pemegang saham yang sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki (Baridwan, 1997). Biasanya dividen dibagikan dengan interval waktu yang tetap, tetapi kadang-kadang diadakan pembagian dividen tambahan pada waktu yang bukan biasanya. Besarnya dividen biasanya berkisar antara nol sampai sebesar laba bersih tahun berjalan atau tahun lalu. Baik waktu maupun besarnya dividen yang dibagikan ditentukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

2. Jenis-jenis Dividen

Menurut Baridwan (1997) jenis-jenis dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham dibedakan dalam beberapa bentuk, yaitu seperti berikut ini:

a. Dividen Tunai (*Cash Dividend*)

Dividen tunai merupakan dividen yang dibagikan dalam bentuk kas. Hal utama yang perlu diperhatikan oleh manajemen sebelum membuat pengumuman adanya pembagian dividen tunai adalah apakah jumlah uang kas yang ada mencukupi untuk pembagian dividen tersebut. Keputusan dalam pembagian dividen tunai ditentukan dalam RUPS. Dewan direksi melakukan pemungutan suara untuk mengumumkan dividen tunai dan jika hasilnya disetujui maka dividen segera diumumkan. Sebelum dividen dibayarkan, daftar pemegang saham terakhir harus disiapkan. Karena itu, biasanya terdapat tenggang waktu antara saat pengumuman dan pembayaran.

b. Dividen Non-Kas (*Property Dividend*)

Dividen non-kas dapat berupa surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan seperti barang dagang, *real estate*, atau investasi, atau bentuk lainnya yang dirancang oleh dewan direksi.

c. Dividen dengan Utang Wesel (*Scrib Dividend*)

Dividen utang wesel timbul apabila perusahaan tidak membayar dividen sekarang dikarenakan saldo kas yang ada tidak mencukupi sehingga pimpinan akan mengeluarkan *scrib dividend*, yaitu janji tertulis untuk membayar jumlah tertentu di waktu yang akan datang. *Scrib dividend* ini mungkin berbunga mungkin juga tidak.

d. Dividen Likuidasi (*Liquidation Dividend*)

Dividen likuidasi adalah dividen yang sebagian merupakan pengembalian dari investasi pemegang saham. Apabila perusahaan membagi dividen likuidasi, maka para pemegang saham harus diberitahu mengenai berapa jumlah pembagian laba dan berapa yang merupakan pengembalian modal, sehingga para pemegang saham bisa mengurangi investasinya. Dengan demikian transaksi ini identik dengan penarikan modal sendiri oleh pemegang saham.

e. Dividen Saham (*Stock Dividend*)

Jika manajemen ingin mengkapitalisasi sebagian dari laba dan dengan demikian menahan laba dalam perusahaan atas dasar permanen, maka perusahaan dapat menerbitkan dividen saham. Dividen saham adalah pembayaran tambahan saham (dividen dalam bentuk saham) kepada pemegang saham. Dividen saham kurang lebih merupakan penyusunan kembali modal perusahaan (rekapitalisasi), sedangkan proporsi kepemilikan tidak mengalami perubahan.

3. Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan akan ditahan dalam perusahaan untuk selanjutnya diinvestasikan kembali. Husnan (1994) menjelaskan mengenai pengertian kebijakan dividen yang pada hakikatnya merupakan penentuan berapa banyak laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa banyak yang akan ditahan.

Menurut Husnan (1994) terdapat dua alasan tentang pentingnya kebijakan dividen bagi perusahaan, yaitu sebagai berikut ini.

- a. Pembayaran dividen mungkin akan mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham (*stock price*) perusahaan tersebut.
- b. Pembayaran dividen akan mengurangi jumlah laba ditahan perusahaan, sehingga laba ditahan merupakan sumber data internal yang terpenting bagi perusahaan dalam kebijakan

dividen.

Berdasarkan alasan tersebut, maka perusahaan diharapkan untuk membuat kebijakan dividen optimal yang mampu menyeimbangkan pembayaran dividen saat ini dan tingkat pertumbuhan laba di masa yang akan datang agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan (harga saham).

Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya di masa yang akan datang. Oleh karena itu, akan dibahas berbagai teori tentang kebijakan dividen yang menunjukkan bagaimana faktor-faktor tersebut berinteraksi mempengaruhi nilai perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston (1998 : 66) terdapat beberapa teori yang dapat dipergunakan sebagai landasan untuk membuat kebijakan dividen yang tetap bagi perusahaan, antara lain:

a. *Dividend Irrelevance Theory*

Teori ini disampaikan oleh Modigliani - Miller, mereka menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh baik terhadap harga saham maupun biaya modalnya (kebijakan dividen tidak relevan). Nilai suatu perusahaan hanya bergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada keputusan untuk membagi pendapatan tersebut dalam bentuk dividen atau menahannya dalam bentuk laba ditahan.

Modigliani - Miller menggunakan berbagai asumsi, sebagai berikut:

- 1) Tidak adanya pajak pendapatan perseorangan dan perusahaan.
- 2) Tidak adanya biaya penerbitan saham baru dan biaya transaksi.
- 3) Distribusi pendapatan antara dividen dan laba ditahan tidak berpengaruh terhadap biaya ekuitas / *cost equity* (k_s) perusahaan.
- 4) Kebijakan investasi modal (*capital investment policy*) tidak bergantung (bersifat

independen) pada kebijakan dividen.

- 5) Para investor dan manajer perusahaan memiliki informasi yang sama mengenai kesempatan investasi perusahaan.

Asumsi Modigliani - Miller tidak berlaku di dunia nyata, dimana terdapat pajak, biaya penerbitan saham baru dan biaya transaksi yang mengakibatkan *request rate of return* (k_s) akan terpengaruh kebijakan dividen dan manajer sering kali mempunyai informasi yang lebih baik dari investor.

b. Bird in the Hand Theory

Dalam teori yang dikemukakan oleh Gordon dan Linther ini menyanggah asumsi teori ketidakrelevanan dividen oleh Modigliani - Miller, yaitu bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat *return* saham yang disyaratkan investor dengan notasi k_s . Gordon dan Linther berpendapat bahwa k_s akan meningkat jika pembagian dividen dikurangi, karena investor merasa lebih yakin terhadap penerimaan pembayaran dividen daripada kenaikan *capital gain* (nilai modal) yang akan dihasilkan dari laba ditahan.

Modigliani - Miller berpendapat bahwa investor merasa sama saja apakah menerima dividen pada saat ini atau menerima *capital gain* di masa yang akan datang. Sehingga tingkat keuntungan yang disyaratkan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Modigliani – Miller menamakan pendapat Gordon dan Lintner sebagai *the bird-in-the-hand fallacy*. Gordon dan Lintner beranggapan investor memiliki pandangan bahwa satu burung di tangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara. Sementara Modigliani - Miller berpendapat bahwa tidak semua investor menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama dengan memiliki risiko yang sama, oleh sebab itu tingkat risiko pendapatan mereka dimasa yang akan datang bukanlah ditentukan oleh kebijakan dividen, akan tetapi ditentukan oleh tingkat risiko

investasi baru.

c. *Tax Preference Theory*

Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah dari pada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki pertumbuhan tinggi akan lebih menarik. Tetapi sebaliknya, jika *capital gain* dikenakan pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan dari *capital gain* menjadi berkurang. Namun demikian pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan dengan pajak atas dividen, karena pajak atas *capital gain* baru akan dibayarkan setelah saham dijual, sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen.

Selain itu periode investasi juga mempengaruhi pendapatan para investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak atas *capital gain* dan pajak atas dividen. Jadi investor akan meminta tingkat keuntungan setelah pajak yang lebih tinggi terhadap saham yang memiliki *dividend yield* yang tinggi dari pada saham dengan *dividend yield* yang rendah. Oleh karena itu, teori ini menyarankan bahwa perusahaan sebaiknya menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen.

Di samping ketiga teori tersebut di atas, Arthur et.al seperti yang dikutip Hidayah (2002) menambahkan satu teori kebijakan dividen, yaitu *Rasional Dividend Theory* yang menyatakan bahwa dividen dibayarkan pada pemegang sahamnya apabila terdapat dana dari laba yang tidak digunakan dalam investasi modal, atau dengan kata lain kebijakan dividen merupakan proses akhir dari proses investasi modal. Kebijakan dividen dalam teori ini dipengaruhi oleh hal-hal seperti kesempatan investasi, struktur modal perusahaan, dan kemampuan untuk menghasilkan sumber dana secara internal.

4. Alternatif Kebijakan Dividen

Keputusan mengenai kebijakan dividen merupakan keputusan yang menyangkut bagaimana cara dan dalam bentuk apa dividen dibayarkan kepada para pemegang saham. Burton A. Kolb (1983 : 630) menyebutkan beberapa bentuk pembayaran yang dapat digunakan sebagai kebijakan dividen perusahaan seperti berikut ini.

a. *Stable and Occasionally Increasing Dividends per Share*

Kebijakan ini menetapkan dividen per saham yang tetap (*stable*) selama tidak ada peningkatan yang permanen dalam *earning power* dan dalam kemampuan untuk membayar dividen. Manajemen menaikkan dividen hanya jika mereka yakin bahwa tingkat yang lebih tinggi tersebut dapat dipertahankan secara definitif. Landasan pemikirannya adalah psikologi pemegang saham dimana pemegang saham akan merasa senang bila dividen naik dan dalam hal ini akan meningkatkan harga saham. Sebaliknya bila dividen turun, maka pemegang saham akan merasa kecewa dan dalam hal ini akan menyebabkan harga saham turun.

b. *Stable Dividend per Share*

Landasan pemikirannya adalah pasar mungkin akan menilai suatu saham lebih tinggi jika dividen yang diharapkan tetap stabil daripada jika dividen berfluktuasi. Cara ini paling superior untuk menjaga *payout ratio* yang stabil. Perusahaan yang memiliki cara ini akan membayar dividen dalam jumlah yang tetap (*stable amount*) dari tahun ke tahun, karena hal tersebut cara ini disebut dengan *Stable Dollar Amount Per Share*. Bentuk ini paling banyak diterapkan oleh perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat

c. *Stable Payout Ratio*

Dalam bentuk ini, jumlah dividen dihitung berdasarkan suatu presentase konstan dari laba. Jika laba berfluktuasi, maka jumlah dividen yang dibayarkan akan ikut berfluktuasi.

d. *Regular Dividends Plus Extra*

Dengan cara ini dividen reguler ditetapkan dalam jumlah yang diyakini oleh manajemen dapat dipertahankan tanpa menghiraukan fluktuasi laba dan kebutuhan investasi modal. Bila tambahan kas tersedia, perusahaan memberikan dividen ekstra (bonus) kepada pemegang saham. Cara ini memberikan fleksibilitas bagi perusahaan, tetapi memberikan ketidakpastian bagi pemegang saham. Meskipun demikian, cara ini kemungkinan merupakan pilihan terbaik bagi perusahaan menurut kondisi yang ada. Cara ini mengakui kondisi informasi dividen sehingga diharapkan dengan pemberian bonus dapat menarik minat pembeli yang pada akhirnya akan menaikkan harga saham perusahaan.

e. *Fluctuating Dividends and Payout Ratio*

Dalam metode ini, dividen dan *payout ratio* berfluktuasi sesuai dengan perubahan laba dan kebutuhan investasi modal perusahaan setiap periode. Metode ini sepertinya kurang begitu dikenal bagi perusahaan yang *go public*, akan tetapi mungkin akan sesuai bagi perusahaan kecil atau perseroan tertutup.

III. Kebijakan Hutang

Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya leverage keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Tingkat penggunaan hutang dari suatu perusahaan dapat ditunjukkan oleh salah satunya menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas (DER), yaitu rasio jumlah hutang terhadap jumlah modal sendiri. Hutang adalah pengorbanan manfaat ekonomi yang akan

timbul dimasa yang akan datang yang disebabkan oleh kewajiban-kewajiban di saat sekarang dari suatu badan usaha yang akan dipenuhi dengan mentransfer aktiva atau memberikan jasa kepada badan usaha lain dimasa datang sebagai akibat dari transaksi-transaksi yang sudah lalu (Baridwan, 2004). Hutang merupakan suatu mekanisme yang bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Dengan adanya hutang perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan *principal* (Jensen, 1986, dalam Masdupi, 2005). Penggunaan hutang perusahaan akan memaksa manajemen untuk bertindak lebih efisien dan tidak konsumtif karena adanya risiko kebangkrutan (Bathala dkk,1994 dalam Nugroho, 2002).

Penggunaan hutang dapat untuk mengurangi *agency conflict* dan asimetri informasi perusahaan mengeluarkan hutang berarti memberikan signal kepada investor akan kemampuan kondisi keuangan perusahaan di masa depan (Haris dan Raviv, 1994, dalam Nugroho, 2002).

Definisi utang menurut Baridwan (2004) adalah :

“utang adalah pengorbanan manfaat ekonomi yang akan timbul dimasa yang akan datang yang disebabkan oleh kewajiban-kewajiban di saat sekarang dari suatu badan usaha yang akan dipenuhi dengan mentransfer aktiva atau memberikan jasa kepada badan usaha lain dimasa datang sebagai akibat dari transaksi-transaksi yang sudah lalu”

Kebijakan hutang perusahaan yang merupakan hasil pembagian antara kewajiban jangka panjang dengan jumlah total antara kewajiban jangka panjang dan modal sendiri. Pendanaan dari luar akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen disamping itu utang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan seingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajemen (Jensen,et al. 1992).

Utang merupakan jumlah uang yang dinyatakan atas kewajiban-kewajiban untuk menyerahkan uang, barang dan jasa-jasa kepada pihak lain di masa yang akan datang. Komponen utang antara lain :

1) Utang lancar (jangka pendek)

Adalah utang-utang yang akan diselesaikan pembayarannya dengan menggunakan aktiva lancar atau

dengan menciptakan utang (lancar) yang baru. Yang termasuk dalam utang lancar adalah utang yang timbul dari pembelian barang-barang dan jasa (utang dagang, utang gaji dan upah), serta penerimaan uang dimuka atas barang-barang yang digunakan atau jasa yang akan diserahkan (pendapatan sewa yang diterima).

2) Utang Jangka Panjang

Adalah semua utang yang jatuh tempo pembayarannya melampaui batas waktu satu tahun sejak tanggal neraca atau pembayarannya tidak akan dilakukan dalam periode siklus operasi perusahaan, tetapi lebih panjang dari batas waktu tersebut. Misalnya : utang obligasi, utang bank (kredit investasi).

Hutang merupakan suatu mekanisme yang bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Dengan adanya hutang perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan principal (Jensen dalam Masdupi, 2005). Penggunaan hutang perusahaan akan memaksa manajemen untuk bertindak lebih efisien dan tidak konsumtif karena adanya risiko kebangkrutan (Bathala dkk dalam Nugroho, 2002).

Penggunaan hutang dapat untuk mengurangi *agency conflict* dan asimetri informasi perusahaan mengeluarkan hutang. Hutang berarti memberikan signal kepada investor akan kemampuan kondisi keuangan perusahaan di masa depan (Hans dan Raviv dalam Nugroho, 2002).

Kebijakan hutang perusahaan dapat dilihat dari rasio *leverage* perusahaan. *Leverage* adalah rasio yang membandingkan antara dana yang berasal dari pemilik dengan dana yang berasal dari kreditur. Pada umumnya kreditur dan calon kreditur memerlukan informasi berapa dana pemilik sebagai dasar menentukan tingkat keamanan kredit.

Leverage menggambarkan kemampuan perusahaan menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan. Tingkat

leverage terlihat dari besarnya sumber dana hutang yang digunakan perusahaan dalam struktur modalnya.

Perusahaan yang lebih besar memiliki keuntungan yang lebih besar dibandingkan perusahaan kecil, karena perusahaan tersebut lebih dikenal oleh publik. Biaya transaksi perusahaan lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Perusahaan besar lebih mudah dijangkau publik, oleh karena itu memiliki biaya hutang yang lebih rendah dimana dipengaruhi oleh masalah informasi asimetris.

Salah satu sebab timbulnya konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham disebabkan oleh keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan secara sederhana dapat diartikan sebagai keputusan manajemen dalam menentukan sumber-sumber pendanaan dari modal internal, yakni laba ditahan atau dari modal eksternal, yakni modal sendiri dan atau melalui utang (Waluyo dan Ka'aro, 2002).

Menurut Brigham (1999) dalam Makmun (2003) sumber pendanaan yang berasal dari penggunaan hutang dengan beban bunga memiliki keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan.

Keuntungan penggunaan hutang adalah :

- 1) Biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak sehingga biaya efektif menjadi lebih rendah.
- 2) Kreditor hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi perusahaan.
- 3) *Bondholder* tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil.

Kelemahan penggunaan hutang adalah :

- 1) Hutang yang semakin tinggi meningkatkan resiko sehingga suku bunganya akan semakin tinggi pula.
- 2) Bila bisnis perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang.

Pada kondisi ekstrim, kerugian tersebut dapat membahayakan perusahaan karena dapat terancam kebangkrutan dan nilai perusahaan akan berkurang tingkatnya.

Untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dibiayai dengan hutang karena dengan penggunaan hutang, hak mereka terhadap perusahaan tidak akan berkurang. Tetapi manajer tidak menyukai pendanaan tersebut dengan alasan bahwa hutang mengandung resiko yang tinggi. Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*).

Teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Mackling merupakan salah satu *explanatory variable* untuk mengetahui adanya variasi dalam kebijakan hutang perusahaan (Faisal, 2002).

IV. Kebijakan Investasi

1. Pengertian Investasi

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lain yang dilakukan saat ini dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa datang. Optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan 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).

Kebijakan investasi sering juga disebut *capital budgeting problem*, adalah masalah bagaimana manajer harus mengalokasikan dana kedalam bentuk-bentuk investasi yang akan dapat mendatangkan keuntungan di masa depan (Basri, 2002). Adanya pilihan investasi yang dapat menghasilkan

keuntungan di masa datang merupakan kesempatan bertumbuh bagi perusahaan yang akan menaikkan nilai perusahaan. Pilihan-pilihan investasi di masa datang ini kemudian dikenal dengan istilah Set Kesempatan Investasi atau *Investment Oportunity Set* (IOS).

Bentuk, macam dan komposisi dari investasi mempengaruhi dan menunjang tingkat keuntungan di masa depan. Keuntungan di masa depan yang diharapkan dari investasi tersebut adalah tidak dapat diperkirakan secara pasti. Oleh karena itu investasi akan menanggung resiko atau tidak pasti. Resiko dan hasil yang diharapkan dari investasi itu akan sangat mempengaruhi pencapaian tujuan kebijaksanaan maupun nilai perusahaan.

Keputusan investasi mencakup pengalokasian dana, baik dana yang berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Gitman (2000) dan Brealy & Myers (2000) menyatakan bahwa keputusan investasi sangat penting karena akan mempengaruhi keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan dan merupakan inti dari seluruh analisis keuangan. Sedangkan menurut Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa keputusan investasi dapat berperan sebagai mekanisme transmisi antara kepemilikan dan nilai perusahaan.

Implementasi keputusan investasi sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana dalam perusahaan yang berasal dari sumber pendanaan internal (*internal financing*) dan sumber pendanaan eksternal (*external financing*). Dengan memperhatikan sumber-sumber pembiayaan, perusahaan memiliki beberapa alternatif pembiayaan untuk menentukan struktur modal yang tepat bagi perusahaan. Dalam perspektif manajerial, keputusan struktur modal tidak hanya menentukan komposisi sumber internal dengan eksternal, tetapi keinginan dan pilihan yang hendak dicapai seorang manajer pun dapat menjadi pertimbangan di dalam menentukan keputusan tersebut, seperti yang diungkapkan oleh Barton dan Gordon (1988) bahwa "*More recent work has looked to a managerial perspective in an attempt to provide an explanation for the variations in capital structure.*" Jadi, inti dari fungsi pendanaan ini

adalah bagaimana perusahaan menentukan sumber dana yang optimal untuk mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya.

2. Bentuk-bentuk Investasi

Kebijaksanaan investasi jangka panjang dibutuhkan sebagai persoalan *capital budgeting investment* berarti pula sebagai pengeluaran pada saat ini di mana hasil yang diharapkan dari pengeluaran itu baru akan diterima lebih dari satu tahun mendatang.

Suatu perusahaan melakukan investasi terhadap aktiva tetap dalam beberapa bentuk seperti :

- 1) Penggantian aktiva tetap
- 2) Ekspansi atau perluasan
- 3) Diversifikasi produk
- 4) Eksplorasi
- 5) Penelitian dan pengembangan

Salah satu tugas utama di dalam persoalan kebijakan investasi adalah mengadakan estimasi terhadap pengeluaran dan penerimaan uang yang akan diterima dari investasi tersebut pada waktu yang akan datang demi tercapainya nilai perusahaan yang baik.

3. Kriteria Penilaian Investasi

Pada dasarnya kriteria penilaian investasi dapat digolongkan menjadi dua golongan, adalah :

- a. Kriteria investasi yang mendasarkan pada konsep keuntungan/*income* adalah *Average Rate of Return* (ARR).
- b. Kriteria investasi yang mendasarkan pada konsep *cash flow*. Sedangkan kriteria investasi yang mendasarkan pada konsep *cash flow* dapat dirinci :
 - 1) Konsep *cash flow* yang tidak memperhatikan nilai waktu dan uang atau faktor diskonto yaitu metode *pay back*.
 - 2) Konsep *cash flow* yang memperhatikan nilai waktu dan uang atau faktor diskonto, antara lain :
 - i. Nilai sekarang bersih/neto
 - ii. *Net Present Value* (NPV)
 - iii. Indeks keuntungan / *Probability Index* (PI)
 - iv. *Internal Rate of Return* (IRR)

4. Risiko Investasi

Pada umumnya risiko dari investasi muncul tiga kemungkinan (Basri,2002), yaitu :

1. Besarnya investasi

Suatu investasi yang besar memiliki risiko yang lebih besar dari investasi kecil terutama dari unsur kegagalannya. Apabila proyek itu mengalami kegagalan maka hal itu dapat berakibat nilai perusahaan akan turun.

2. Penanaman kembali dari *cash flow*

Bahaya dari kemungkinan tidak terbukanya kemungkinan investasi kembali dari hasil investasi itu akan merupakan tambahan risiko dari penanaman kembali *cash flow* yang diperoleh.

3. Penyimpangan dari *cash flow*

Forecasting yang tepat terhadap *cash flow* dari hasil yang akan diperoleh adalah merupakan suatu pekerjaan yang tidak mudah. Ketidakpastian dari apa yang diharapkan itulah yang merupakan sumber dari resiko ini.

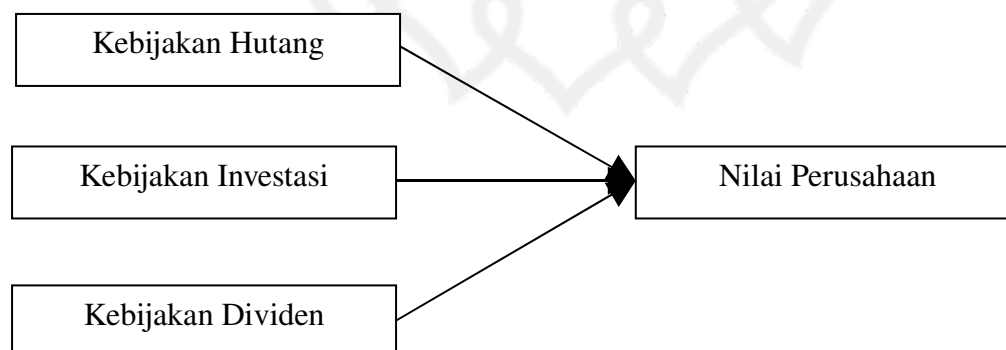
B. Kerangka Berpikir

Untuk mempermudah pemahaman tentang pengaruh kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, maka dapat digambarkan sebagai berikut ini.

Gambar 1

Variabel Independen

Variabel Dependen



C. Hipotesis dan Penelitian Terdahulu

MM berpendapat bahwa semakin besar penggunaan hutang akan semakin besar pula risiko dan berarti biaya modal sendiri bertambah. Dengan demikian penggunaan hutang tidak akan meningkatkan nilai perusahaan karena keuntungan dari biaya hutang yang lebih murah ditutup dengan naiknya biaya modal sendiri. Pendapat ini kemudian diintrodusir sendiri oleh MM pada tahun 1963, yaitu bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*).

Peningkatan penggunaan *debt financing* akan mempengaruhi pemindahan *equity capital*. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai tersebut dikaitkan dengan harga saham dan penurunan hutang akan menurunkan harga saham (Masulis, 1988). Namun demikian peningkatan hutang juga akan menimbulkan peningkatan risiko kebangkrutan bila tidak diimbangi dengan penggunaan hutang yang hati-hati. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (Mogdiliani & Miller dalam Brigham, 1999). Semakin tinggi proporsi hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya. Jensen (2001) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen. Menurut Howton *et. al.* (1998) mengutip Opler dan Titman (1993) dan Johnson (1995); perusahaan *leveraged* memiliki peluang investasi yang tidak menguntungkan serta arus kas bebas yang tinggi. Dengan membedakan perusahaan yang pembayaran dividennya tinggi dengan yang rendah, Johnson mengatakan bahwa perusahaan yang pembayaran dividennya rendah mempengaruhi harga saham secara positif pada pengumuman penawaran hutang. Kebijakan hutang dinyatakan dalam rasio *leverage*. Atas dasar hasil-hasil penelitian tersebut di atas, maka hipotesis penelitian ini dapat dinyatakan

seperti berikut ini.

H₁: Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Setelah perusahaan mencoba untuk mendapatkan dana, maka dana tersebut akan dipergunakan sebaik-baiknya untuk mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang. Kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan akan menentukan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan dan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Apabila perusahaan salah di dalam pemilihan investasi, maka kelangsungan hidup perusahaan akan terganggu dan hal ini tentunya akan mempengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan.

Untuk itu, seyogianya manajer (keuangan) hendaknya menjaga pertumbuhan investasi agar dapat mencapai tujuan perusahaan melalui kesejahteraan pemegang saham sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian Fama (1978), Modigliani & Miller (1958). Michelle & Megawati (2005) menyatakan bahwa tingkat pengembalian investasi berupa dividen bagi investor dapat diprediksi melalui rasio profitabilitas, likuiditas, dan leverage (hutang) dari perusahaan. Adedeji (1998) menguji prediksi hipotesis *pecking order* dimana terdapat hubungan negatif antara *long term value of dividend payout ratio* dan investasi. Disamping menguji bahwa terdapat hubungan positif antara *financial leverage* dan investasi. Uji ini bersifat komprehensif yaitu uji yang mencakup interaksi antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi satu sama lain dengan mengambil sampel sebanyak 224 perusahaan di Inggris dari tahun 1993 – 1996. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* memiliki interaksi negatif dengan investasi dan interaksi yang diharapkan berhubungan positif dengan *financial leverage*. Disamping itu, hasil dari peneliti ini juga menunjukkan bahwa tidak ada interaksi signifikan antara *financial leverage* dengan investasi. Meskipun investasi punya pengaruh positif terhadap *financial leverage*, *financial leverage* tidak punya

pengaruh yang signifikan terhadap investasi. Prasetyo (2000) mengutip hasil penelitian Kallapur dan Trombley (1999) yang mengevaluasi berbagai proksi untuk mengukur set kesempatan investasi berdasarkan hubungannya dengan pertumbuhan sesungguhnya (*realized growth*), hasil penelitian menunjukkan bahwa peluang investasi (*investment opportunities*), rata-rata mengarah ke investasi aktual dan karena itu mempengaruhi pertumbuhan sesungguhnya dalam periode tiga sampai lima tahun. Diungkapkan pula bahwa rasio *book-to-market* merupakan proksi yang valid. Pendapat Holder *et, al* (1998) tersebut didukung oleh Adedeji (1998) yang menyatakan bahwa besarnya kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan akan mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagikan kepada investor. Maka hipotesis penelitian ini dapat dinyatakan seperti berikut ini.

H₂ : Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Menurut teori MM bahwa kebijakan dividen tidak relevan terhadap nilai perusahaan yang berarti tidak ada kebijakan dividen yang optimal karena dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Sementara itu, Gordon-Lintner yaitu dividen lebih kecil risikonya daripada *capital gain*, sehingga dividen setelah pajak dan menawarkan *dividen yield* yang lebih tinggi akan meminimumkan biaya modal. Pendapat yang lain menyatakan bahwa karena dividen cenderung dikenakan pajak daripada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividend yield* yang tinggi. Kelompok ini menyarankan bahwa dengan *dividend payout ratio* (DPR) yang lebih rendah akan memaksimumkan nilai perusahaan. Ketiga pendapat nampak bertentangan, namun coba kita mempertimbangkan kandungan informasi., maka dapat dikatakan bahwa pembayaran dividen sering diikuti oleh kenaikan harga saham. Kenaikan pembayaran dividen dilihat sebagai signal bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Sebaliknya penurunan pembayaran dividen akan dilihat sebagai prospek perusahaan yang buruk. Rozeff dalam Suharli dan Oktorina (2005) menyatakan bahwa perusahaan yang *leverage* operasi atau keuangannya tinggi akan

memberikan dividen yang rendah. Menurut Husnan (1994) terdapat dua alasan tentang pentingnya kebijakan dividen bagi perusahaan, yaitu sebagai berikut ini.

- a. Pembayaran dividen mungkin akan mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham (*stock price*) perusahaan tersebut.
- b. Pembayaran dividen akan mengurangi jumlah laba ditahan perusahaan, sehingga laba ditahan merupakan sumber data internal yang terpenting bagi perusahaan dalam kebijakan dividen.

Arthur et.al seperti yang dikutip Hidayah (2002) menambahkan satu teori kebijakan dividen, yaitu *Rasional Dividend Theory* yang menyatakan bahwa dividen dibayarkan pada pemegang sahamnya apabila terdapat dana dari laba yang tidak digunakan dalam investasi modal, atau dengan kata lain kebijakan dividen merupakan proses akhir dari proses investasi modal. Kebijakan dividen dalam teori ini dipengaruhi oleh hal-hal seperti kesempatan investasi, struktur modal perusahaan, dan kemampuan untuk menghasilkan sumber dana secara internal. Dengan demikian hipotesis yang dapat dibangun adalah:

H₃: Kebijakan Dividen berpengaruh positif nilai perusahaan

Di lihat dari keseluruhan uraian di atas, maka dapat diambil hipotesis penelitian sebagai berikut ini.

H₄: Kebijakan Hutang, Kebijakan Investasi, dan Kebijakan Deviden berpengaruh secara simultan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI

BAB III

METODELOGI PENELITIAN

11. Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian yang melakukan pengujian hipotesis dan bertujuan untuk memperoleh bukti empiris tentang pengaruh kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen yang terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dilihat dari aspek data, penelitian ini merupakan penelitian yang menggunakan *pooled data*, yang mana data yang digunakan dalam penelitian merupakan gabungan dari data *time series* dan data *cross section*.

12. Populasi dan Sampel Penelitian

1. Populasi

Populasi merupakan kelompok orang, kejadian, atau peristiwa yang menjadi perhatian para peneliti untuk diteliti (Sekaran, 2000). Populasi yang digunakan sebagai *sample frame* penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang telah *go public* di Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2003-2007 karena perusahaan manufaktur merupakan kelompok industri terbesar di BEI sehingga diharapkan dapat diperoleh jumlah sampel yang representatif.

2. Sampel Penelitian

Sampel adalah bagian dari populasi yang terdiri dari elemen-elemen yang diharapkan memiliki

karakteristik yang mewakili populasinya (Sekaran, 2000). Sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian dipilih secara *purposive sampling* dimana sampel yang dipilih sesuai dengan kriteria-kriteria yang sudah ditentukan. Kriteria yang digunakan untuk menjadi anggota sampel adalah sebagai berikut ini.

- ❖ Perusahaan manufaktur yang telah *go public* per 1 Januari 2003 sampai dengan per 31 Desember 2007.
- ❖ Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen tunai selama kurun waktu tahun 2003 sampai dengan tahun 2007.
- ❖ Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan tahunan yang mencantumkan informasi dan data yang dibutuhkan dalam penelitian selama kurun waktu tahun 2003 sampai dengan tahun 2007.

C. Data dan Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu informasi yang diperoleh dari pihak lain (Sekaran, 2000). Alasan menggunakan data sekunder dengan pertimbangan bahwa data ini mudah untuk diperoleh dan memiliki waktu yang lebih luas. Adapun data tersebut terdiri dari data sebagai berikut ini.

1. Data tanggal perusahaan *listing* di Bursa Efek Indonesia. Penggunaan data ini untuk menentukan perusahaan yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebelum tanggal 1 Januari 2003.
2. Data perusahaan yang melakukan pengumuman dividen tunai dan jumlah atau nominal dividen yang dibagikan.
3. Data laporan keuangan tahunan selama kurun waktu 2003 sampai dengan 2007.

D. Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Dalam penelitian ini terdapat dua variabel yang akan diuji secara sistematis, yaitu seperti berikut ini.

a. **Variabel Independen (variabel bebas)**

Variabel independen dalam penelitian ini adalah variabel-variabel seperti berikut ini.

1) Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang juga akan terkait dengan nilai perusahaan. Dengan mempertimbangkan pajak, maka nilai perusahaan atau harga saham akan 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. Kebijakan utang dalam penelitian ini dukur dengan proksi seperti berikut ini.

1) BDA

$$\text{Book Debt to Asset Ratio (BDA)} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total aktiva}}$$

(Brigham, 2001, manajemen keuangan)

2) LDE

$$\text{Long Term Debt Equity Ratio (LDE)} = \frac{\text{total hutang jangka panjang}}{\text{total skuitas}}$$

(Brigham & Kapenski, 1996, Intermediate Financial Management)

3) DER

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{total liabilities}}{\text{total squity}}$$

(Soliha & Taswan, 2002)

2) Kebijakan Investasi

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lain yang dilakukan saat ini

dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa datang. Aktivitas perusahaan juga mengalami perkembangan yaitu dalam peningkatan produktivitas kerja, salah satunya dalam penentuan investasi perusahaan, yaitu menetapkan kombinasi dari harta (*asset mix*) yang paling baik bagi perusahaan, baik investasi dalam modal kerja maupun harta tetap perusahaan. Penetapan investasi perlu mendapat perhatian agar tercipta pendayagunaan dana yang optimal dan tercipta keseimbangan antara unsur likuiditas dan rentabilitas dalam perusahaan. Kebijakan investasi ini dapat diproksikan seperti berikut ini.

1) INV

$$\text{Pertumbuhan Aset} = \frac{\text{aset } t - \text{aset } t-1}{\text{aset } t-1}$$

(*Jurnal Ekonomi & Bisnis Indonesia, Vol 17, No.4, 2002*)

2) MBVER

Market to Book Value of Equity Ratio (MVE/BVE) =

$$\frac{\text{jumlah lembar saham beredar} \times \text{closing price}}{\text{total ekuitas}}$$

(*Smith & Watts, 1992, Journal of Financial Economics*)

3) PPE/BVA

Book Value of Grow Property, Plant, & Equipment to the Book Value of Asset Ratio

$$(\text{PPE/BVA}) = \frac{\text{nilai buku aktiva tetap}}{\text{nilai buku total aktiva}}$$

(*Adam dan Goyal, The Journal Financial Research, Vol. XXXI, No. 1, Spring 2008*)

3) Kebijakan Dividen

Kebijakan Dividen juga bisa dikaitkan dengan nilai perusahaan. Memang masih terdapat tiga kelompok yaitu MM berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak relevan yang berarti

tidak ada kebijakan dividen yang optimal karena dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Kelompok kedua adalah pendapat Gordon-Lintner yaitu dividen lebih kecil risikonya daripada capital gain, sehingga dividen setelah pajak dan menawarkan *dividen yield* yang lebih tinggi akan meminimumkan biaya modal. Kelompok ketiga adalah bahwa karena dividen cenderung dikenakan pajak daripada capital gain, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividend yield* yang tinggi. Kemudian akan dipoksikan sebagai berikut ini.

1) DPR

$$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{dividen per share}}{\text{earning per share}}$$

(Rahmat Setiawan, *Majalah Ekonomi*, 2005)

2) DYR

$$\text{Dividend Yield Ratio (DYR)} = \frac{\text{deviden per lembar saham}}{\text{closing price}} \quad (\text{Wahyudi, SNA9, 2006})$$

b. **Variabel Dependen**

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan apresiasi investor atas prospek perusahaan pada masa yang akan datang maupun pada waktu sekarang yang tercermin dari harga saham perusahaan di pasar saham. Nilai perusahaan ini dapat dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan yang merupakan nilai buku perusahaan tersebut. Nilai perusahaan dalam penelitian ini diprosikan dengan PBV yang menurut Taswan, 2002 dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$\text{PBV} = \frac{\text{harga pasar per lembar saham}}{\text{nilai buku per lembar saham}}$$

E. Metode Analisis Data

1. Pengujian Regresi Berganda

Model regresi berganda adalah teknik analisis yang menjelaskan hubungan antara variabel dependen dengan beberapa variasi independen (Sumodiningrat, 1993). Dalam penelitian ini digunakan model regresi berganda. Untuk mengetahui pengaruh kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan digunakan model regresi berganda yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$PBV = b_0 + b_1DER + b_2BDA + b_3LDE + b_4INV + b_5MBVER + b_6PPE + b_7DPR + b_8DYR + \epsilon_1$$

Notasi :

PBV = nilai perusahaan

b_0 = konstanta

b_1, \dots, b_8 = koefisien regresi

DER = *debt to equity ratio*

BDA = *book debt to asset ratio*

LDE = *long term debt equity ratio*

INV = pertumbuhan aset

MBVER = *market to book value of equity ratio*

PPE = *book value of grow property, plant, & equipment to the book value of asset ratio*

DPR = *dividend payout ratio*

DYR = *dividend yield ratio*

ϵ_1 = *standart error*

2. Pengujian Asumsi Klasik

a) Uji Normalitas Data

Menurut Ghozali (2001), uji normalitas data dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah sampel yang diambil telah memenuhi kriteria sebaran atau distribusi normal. Salah satu cara

agar data dapat berdistribusi normal adalah dengan menggunakan metode *trimming*, yaitu menghilangkan data yang bersifat *oulier*. *Oulier* adalah data yang memiliki nilai di luar batas normal. Setelah data *oulier* dihilangkan, uji normalitas menggunakan Kolmogorov - Smirnov. Dengan uji ini dapat diketahui apakah distribusi nilai-nilai sampel yang teramati terdistribusi normal. Kriteria pengujian dengan dua arah (*two-tailed test*) yaitu dengan membandingkan probabilitas dengan tarif signifikan 0,05. jika $p > 0,05$ maka data terdistribusi normal.

b. Uji Autokorelasi

Menurut Mulyono (2000), autokorelasi merupakan korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (seperti dalam data SPSS dalam data *time series*) atau ruang (seperti data *cross section*). Model regresi yang baik apabila model tersebut tidak terjadi autokorelasi. Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala autokorelasi dalam model analisis regresi pada penelitian ini, maka digunakan cara statistik dari Durbin-Watson (DW). Menurut Santosa (2000) apabila terjadi gejala autokorelasi pada model regresi, maka dapat dihilangkan dengan melakukan transformasi data dan menambah data observasi.

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi :

Hipotesis nol	Keputusan	Jika
Tdk ada autokorelasi positif	tolak	$0 < d < dl$
Tdk ada autokorelasi positif	<i>no decision</i>	$dl \leq d \leq du$
Tdk ada korelasi negatif	tolak	$4 - dl < d < 4$
Tdk ada korelasi negatif	<i>no decision</i>	$4 - du \leq d \leq 4 - dl$
Tdk ada autokorelasi, positif atau negatif	tdk ditolak	$du < d < 4 - du$

c. Uji Heterokedastisitas

Heterokedastisitas digunakan untuk menguji dalam sebuah model regresi, terjadi ketidaksamaan varians dari residual dari satu pengamatan yang lain. *Heterokedastisitas* adalah kasus dimana seluruh faktor gangguan tidak memiliki varian yang sama atau variannya tidak konstan

(Ghozali, 2006). Uji ini dilakukan dengan metode *Scatterplot test*. Ada tidaknya *heterokedastisitas* diketahui dengan melihat penyebaran varian data. Jika penyebaran varian data tidak menunjukkan pola tertentu maka tidak terjadi *Heterokedastisitas*.

d. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen yang lainnya sama dengan nol. Uji multikolinieritas dilakukan dengan melihat *tolerance value* dan *value-inflating factor* (VIF). Nilai yang umum dipakai adalah *tolerance value* 0,10 dan VIF lebih kecil dari 10.

3. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen berupa kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi yang masih bisa ditoleransi ditetapkan 0,05 ($\alpha = 5\%$).

1). Pengujian Koefisien Regresi Parsial (Uji signifikansi-t)

Merupakan pengujian masing-masing variabel independen yang dilakukan untuk melihat apakah masing-masing variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel independen. Uji-T dalam penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 5%.

Ho diterima Ha ditolak; $p\text{-value} > 0.05$

→ variabel bebas secara individu tidak berpengaruh terhadap variabel terikat.

Ho ditolak Ha diterima; $p\text{-value} < 0.05$

→ variabel bebas secara individu berpengaruh terhadap variabel

terikat.

2). Uji F (*F-test*)

Uji F digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan/bersama. Langkah-langkah untuk melakukan pengujian adalah :

1) Menentukan hipotesis

$$H_0 : b_1 = b_2 = b_3 = b_4$$

$$H_1 : b_1 \neq b_2 \neq b_3 = b_4$$

2) Menentukan F_{tabel} dengan tingkat signifikansi 0,05

3) Menghitung F_{hitung} dengan komputer kemudian membandingkannya dengan F_{tabel} .

Kriteria pengujianya adalah :

1. H_0 diterima H_1 ditolak yaitu apabila $F_{\text{hitung}} < F_{\text{tabel}}$ berarti variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen atau dapat dikatakan bahwa model regresi tidak signifikan.
2. H_0 ditolak H_1 diterima yaitu apabila $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}}$ berarti variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen atau dapat dikatakan bahwa model regresi signifikan.

3). Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi adalah nilai yang menunjukkan seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependennya. Nilai koefisien determinasi (R^2) dilihat pada hasil pengujian regresi berganda untuk variabel independen berupa kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen dengan variabel dependen berupa nilai perusahaan dengan bantuan program SPSS versi 16.0. Karena penelitian ini menggunakan lebih dari satu variabel independen maka

penulis menggunakan *Adjusted R Square* ($Adj R^2$) seperti yang dinyatakan oleh Ghozali (2005).



BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

A. Statistik Deskriptif

Dalam rangka analisis terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, maka dilakukan

pengumpulan data terhadap *debt to equity ratio* (DER), *book debt to asset ratio* (BDA), *long term debt equity ratio* (LDE), pertumbuhan aset (INV), *market to book value of equity ratio* (MBVER), *book value of grow property, plant, & equipment to the book value of asset ratio* (PPE), *dividend payout ratio* (DPR), dan *dividend yield ratio* (DYR).

Data-data yang diperlukan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2006 (kinerja tahun 2003, 2004, 2005) dan 2008 (kinerja tahun 2005, 2006, 2007). Berdasarkan kriteria pengambilan sampel diperoleh 15 perusahaan sampel pada periode 2003-2007. Tabel di bawah ini menyajikan kriteria perusahaan yang menjadi sampel penelitian.

Tabel 4.1
Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI berturut-turut selama 2003-2007	136
Perusahaan manufaktur yang tidak membagikan deviden selama berturut-turut tahun 2003-2007	(93)
Perusahaan manufaktur yang mempunyai data tidak lengkap	(28)
Jumlah perusahaan sampel	15

Sumber: ICMD Tahun 2007

Setelah memperoleh daftar perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian, langkah selanjutnya adalah mengumpulkan nilai perusahaan yang diukur dalam nilai buku perusahaan, kebijakan hutang yang diukur melalui *book debt to asset ratio*, *long term debt equity ratio*, dan *debt to equity ratio*, kebijakan investasi diukur melalui pertumbuhan aset, *market to book value of equity ratio* dan *book value of grow property, plant, & equipment to the book value of asset ratio*, kemudian kebijakan dividen diukur melalui *dividend payout ratio* dan *dividend yield ratio*.

Setelah dilakukan perhitungan awal, deskripsi data perusahaan yang menjadi sampel disajikan pada tabel dibawah ini.

Tabel 4.2

Deskripsi data dari Perusahaan yang Dijadikan Sampel

	DER	BDA	LDE	INV	MBVER	PPE	DPR	DYR	PBV
Mean	1,4317	0,5452	0,499 2	0,5821	2,9747	0,338 8	34,4742	2,890 9	2,6724
Std. Deviation	2,8766	0,2727	0,9184	1,6141	3,9660	0,1598	35,006 5	2,8437	3,8974
Minimum	0,18	0,05	0,01	0,01	3,22	0,08	0,22	0,00	0,42
Maximum	24,86	0,99	6,20	8,47	2,14	0,74	203,57	12,97	21,26

Sumber: data diolah

Nilai rata-rata *debt to equity ratio* tahun 2003-2007 adalah 1,432 dengan standar deviasi 2,877 dengan *debt to equity ratio* terendah adalah 0,18 dan tertinggi 24,86. Nilai rata-rata *book debt to asset ratio* tahun 2003-2007 adalah sebesar 0,545 dengan standar deviasi 0,273 dengan *book debt to asset ratio* terendah adalah 0,05 dan tertinggi 0,99. Nilai rata-rata *long term debt equity ratio* tahun 2003-2007 adalah sebesar 0,499 dengan standar deviasi 0,919 dengan *long term debt equity ratio* terendah adalah 0,01 dan tertinggi 6,20. Nilai rata-rata pertumbuhan aset tahun 2003-2007 adalah 0,582 dengan standar deviasi 1,615 dengan rasio pertumbuhan aset terendah adalah 0,01 dan tertinggi 8,47. Nilai rata-rata *market to book value of equity ratio* tahun 2003-2007 adalah 2,975 dengan standar deviasi 3,966 dengan ukuran terendah adalah 0,32 dan tertinggi 21,26. Nilai rata-rata *book value of grow property, plant, & equipment to the book value of asset ratio* tahun 2003-2007 adalah 0,334 dengan standar deviasi 0,160 dengan *book value of grow property, plant, & equipment to the book value of asset ratio* terendah adalah 0,08 dan tertinggi 0,74. Nilai rata-rata *dividend payout ratio* tahun 2003-2007 adalah 34,474 dengan standar deviasi 35,006 dengan *dividend payout ratio* terendah adalah 0,22 dan tertinggi 203,57. Nilai rata-rata *dividend yield ratio* tahun 2003-2007 adalah 2,891 dengan standar deviasi 2,844 dengan *dividend yield ratio* terendah adalah 0,00 dan tertinggi 12,97. Nilai rata-rata nilai perusahaan tahun 2003-2007 adalah 2,673 dengan standar deviasi 3,898 dengan nilai perusahaan terendah adalah 0,42 dan tertinggi 21,26.

B. Analisis Data

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi ganda, yaitu dilakukan untuk menguji pengaruh *debt to equity ratio* (DER), *book debt to asset ratio* (BDA), *long term debt equity ratio* (LDE), pertumbuhan aset (INV), *market to book value of equity ratio* (MBVER), *book value of grow property, plant, & equipment to the book value of asset ratio* (PPE), *dividend payout ratio* (DPR), *dividend yield ratio* (DYR) terhadap nilai perusahaan. Namun sebelumnya dilakukan uji asumsi klasik yang dapat diuraikan sebagai berikut:

1. Uji Asumsi Klasik

Model regresi dalam penelitian dapat digunakan untuk estimasi dengan signifikan dan representatif jika model regresi tersebut tidak menyimpang dari asumsi dasar klasik regresi berupa: normalitas, autokorelasi, heterokedastisitas dan multikolinearitas.

4. Uji Normalitas

Uji normalitas data dalam penelitian ini menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* terhadap data *residual regresi* dan dilakukan dengan program *SPSS 16.0*. Hasil pengujian normalitas dengan *Kolmogorov-Smirnov* dapat dilihat pada tabel 4.3 berikut.

Tabel 4.3
Hasil Uji Normalitas Data

Variabel	<i>Kolmogorov-Smirnov</i>	<i>p-Value</i>	Sig	Keterangan
<i>Unstandardized residual</i>	1,106	0,173	p>0,05	Normal

Sumber: data diolah

Dari hasil perhitungan *Kolmogorov-Smirnov* dapat diketahui bahwa harga *p-value* untuk semua variabel ternyata lebih besar dari α ($p>0,05$), maka dapat dinyatakan bahwa seluruh data memiliki sebaran data normal.

5. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas digunakan untuk menunjukkan adanya hubungan linier di antara variabel-variabel bebas dalam model regresi. Jika variabel-variabel bebas berkorelasi secara sempurna, maka metode kuadrat terkecil tidak bisa digunakan. Variabel-variabel yang tidak berkorelasi dikatakan *orthogonal*, yang menunjukkan bahwa tidak ada masalah multikolinieritas. Hasil uji multikolinearitas dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 4.4

Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	<i>Tolerance</i>	VIF	Keterangan
LN_DER	0,767	1,304	tidak terjadi multikolinearitas
BDA	0,442	2,261	tidak terjadi multikolinearitas
LN_LDE	0,520	1,924	tidak terjadi multikolinearitas
LN_INV	0,929	1,076	tidak terjadi multikolinearitas
LN_MBVER	0,466	2,147	tidak terjadi multikolinearitas
LN_PPE	0,838	1,193	tidak terjadi multikolinearitas
LN_DPR	0,312	3,205	tidak terjadi multikolinearitas
LN_DYR	0,400	2,502	tidak terjadi multikolinearitas

Sumber: data diolah

Dari hasil perhitungan multikolinearitas menunjukkan bahwa semua variabel independen memiliki nilai *tolerance* lebih dari 0,1 (10%), artinya tidak ada korelasi antar variabel bebas yang nilainya lebih dari 90%. Hasil perhitungan juga menunjukkan bahwa semua variabel bebas memiliki VIF kurang dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala multikolinearitas dalam model regresi yang digunakan.

6. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi menggunakan uji *Durbin Watson (D-W)*, sedangkan tabel yang digunakan adalah berdasarkan jumlah variabel bebas dan jumlah sampel. Dalam penelitian ini variabel bebas

terdiri dari 8 variabel dengan jumlah sampel = 75 pengamatan, maka nilai tabel d_L adalah 1,399 dan d_U sebesar 1,867, maka.

Hasil uji autokorelasi dengan menggunakan *Durbin Watson (D-W) test* memperoleh nilai DW sebesar 1,767. Adapun penjelasannya adalah sebagai berikut:

Tabel 4.5
Rangkuman Hasil Uji Autokorelasi

Variabel	D-W	$D_L < D-W < d_U$	Keterangan
LN_DER, BDA, LN_LDE, LN_INV, LN_MBVER, LN_PPE, LN_DPR, LN_DYR	1,767	$1,399 < 1,767 < 1,867$	tidak ada autokorelasi positif

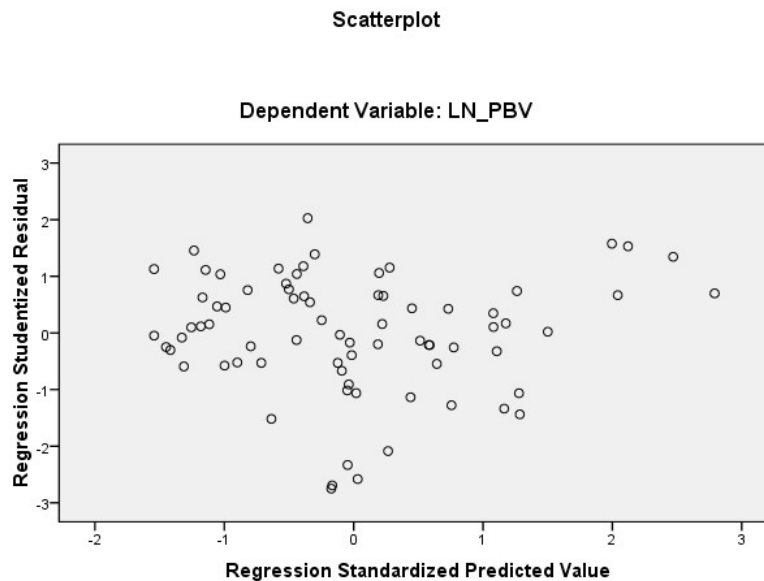
Sumber: data diolah

Dari tabel 4.6 dapat diketahui bahwa hasil perhitungan uji autokorelasi memperoleh nilai D-W sebesar 1,761 berada di antara d_L sampai dengan d_U ($1,399 < 1,767 < 1,867$), maka dapat dinyatakan bahwa tidak ada gangguan autokorelasi positif dalam parameter model regresi.

7. Heterokedastisitas

Heterokedastisitas digunakan untuk menguji dalam sebuah model regresi, terjadi ketidaksamaan varians dari residual dari satu pengamatan yang lain. *Heterokedastisitas* adalah kasus dimana seluruh faktor gangguan tidak memiliki varian yang sama atau variannya tidak konstan (Ghozali, 2006). Uji ini dilakukan dengan metode *Scatterplot test*. Ada tidaknya *heterokedastisitas* diketahui dengan melihat penyebaran varian data. Jika penyebaran varian data tidak menunjukkan pola tertentu maka tidak terjadi *Heterokedastisitas*.

Tabel 4.6
Hasil Uji Heteroskedastisitas



Sumber: data diolah

Gambar *scatterplot* di atas menunjukkan bahwa titik-titik observasi data penelitian tersebar diantara angka 0 pada sumbu x dan y, sehingga dapat dinyatakan bahwa tidak terjadi gejala *heterokedastisitas* dalam variabel penelitian.

2. Uji Hipotesis

a. Analisis Regresi Ganda

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi ganda, yaitu untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Perhitungan analisis regresi ganda dilakukan dengan bantuan komputer *Program SPSS for Windows 16.0*, hasil analisis yang diperoleh adalah.

Tabel 4.7
Hasil Analisis Regresi Ganda

Koefisien	t_{hitung}	Sign.
-----------	--------------	-------

Konstanta	-6,119		
LN_DER	-0,002	-0,047	0,962
BDA	-0,162	-0,871	0,387
LN_LDE	-0,068	-20,731	0,008
LN_INV	0,046	1,865	0,067
LN_MBVER	0,455	8,838	0,000
LN_PPE	0,202	2,744	0,008
LN_DPR	0,105	3,651	0,001
LN_DYR	0,097	3,968	0,000
R ²	0,907		
Adjusted R ²	0,896		
F _{hitung}	80,811		0,000

Sumber: data diolah

Berdasarkan hasil analisis regresi di atas, maka dapat disusun persamaan sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{PBV} &= -6,119 - 0,002 (\text{DER}) - 0,162 (\text{BDA}) - 0,068 (\text{LDE}) + 0,046 \\
 & (\text{INV}) + 0,455 (\text{MBVER}) + 0,202 (\text{PPE}) + 0,105 (\text{DPR}) + 0,097 (\text{DYR}) + 0,291 \\
 & (\epsilon_1)
 \end{aligned}$$

Dari persamaan regresi tersebut angka koefisien menunjukkan bahwa:

- 1) Nilai koefisien *debt to equity ratio* (DER) bernilai negatif sebesar 0,002 adalah tidak signifikan dengan nilai $p > \alpha$ ($0,962 > 0,05$) yang berarti DER tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.
- 2) Nilai koefisien *book debt to asset ratio* (BDA) bernilai negatif sebesar -0,162 adalah tidak signifikan dengan nilai $p > \alpha$ ($0,387 > 0,05$) yang berarti BDA tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.
- 3) Nilai koefisien *long term debt equity ratio* (LDE) bernilai negatif sebesar -0,068 adalah signifikan dengan nilai $p < \alpha$ ($0,008 < 0,05$) yang berarti jika terjadi kenaikan LDE sebesar 1 satuan, maka nilai perusahaan akan berkurang sebesar 0,068 satuan.
- 4) Nilai koefisien pertumbuhan aset (INV) bernilai positif sebesar 0,046 adalah tidak signifikan

dengan nilai $p > \alpha$ ($0,067 > 0,05$) yang berarti INV tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

- 5) Nilai koefisien *market to book value of equity ratio* (MBVER) bernilai positif sebesar 0,455 adalah signifikan dengan nilai $p < \alpha$ ($0,000 < 0,05$) yang berarti jika terjadi kenaikan MBVER sebesar 1 satuan, maka nilai perusahaan akan meningkat sebesar 0,455 satuan.
- 6) Nilai koefisien *book value of grow property, plant, & equipment to the book value of asset ratio* (PPE) bernilai positif sebesar 0,202 adalah signifikan dengan nilai $p < \alpha$ ($0,008 < 0,05$) yang berarti jika terjadi kenaikan PPE sebesar 1 satuan, maka nilai perusahaan akan meningkat sebesar 0,202 satuan.
- 7) Nilai koefisien *devidend payout ratio* (DPR) bernilai negatif sebesar 0,105 adalah signifikan dengan nilai $p < \alpha$ ($0,001 < 0,05$) yang berarti jika terjadi kenaikan DPR sebesar 1 satuan, maka nilai perusahaan akan meningkat sebesar 0,105 satuan.
- 8) Nilai koefisien *dividend yield ratio* (DYR) bernilai positif sebesar 0,097 adalah signifikan dengan nilai $p < \alpha$ ($0,000 < 0,05$) yang berarti jika terjadi kenaikan DYR sebesar 1 satuan, maka nilai perusahaan akan meningkat sebesar 0,097 satuan.

b. Uji F

Uji F digunakan untuk menguji apakah model regresi yang digunakan dalam penelitian ini terbukti signifikan. Hasil uji F dapat dilihat pada tabel 4.8 berikut.

Tabel 4.8
Hasil Uji F

Variabel	F _{hitung}	p-value	alpha	Keterangan
LN_DER, BDA, LN_LDE, LN_INV, LN_MBVER, LN_PPE, LN_DPR, LN_DYR	80,811	0,000	0,05	Signifikan

Sumber: data diolah

Dari tabel di atas diketahui bahwa variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari sig F hitung lebih kecil daripada alpha yang

ditetapkan yaitu 0,000 lebih kecil daripada alpha 5%.

c. **Uji Koefisien Determinasi (R^2)**

Koefisien determinasi menyatakan persentase total variasi dari variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam model. Nilai R^2 berkisar antara 0 sampai 1. Apabila R^2 mendekati 1, ini menunjukkan bahwa variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh variasi variabel independen. Sebaliknya jika nilai R^2 mendekati 0, maka variasi dari variabel dependen tidak dapat dijelaskan oleh variabel independen.

Berdasarkan hasil pengujian dengan analisis regresi ganda yang telah dilaksanakan diperoleh nilai *Adjusted R²* sebesar 0,896, sehingga dapat dikatakan bahwa hasil pengujian yang dilakukan memberikan hasil yang *goodness of fit*. Nilai koefisien determinasi bernilai positif, hal ini menunjukkan bahwa hanya 89,6% variasi dari nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel *debt to equity ratio* (DER), *book debt to asset ratio* (BDA), *long term debt equity ratio* (LDE), pertumbuhan aset (INV), *market to book value of equity ratio* (MBVER), *book value of grow property, plant, & equipment to the book value of asset ratio* (PPE), *dividend payout ratio* (DPR), dan *dividend yield ratio* (DYR). Sedangkan sisanya sebesar 10,2% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

d. **Uji t**

Uji t digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Berdasarkan hasil perhitungan dengan analisis regresi ganda dengan program *SPSS for Windows 16.0*, maka hasil perhitungan uji t dapat dilihat pada tabel 4.9 berikut.

Tabel 4.9

Hasil Uji t

Variabel	Koefisien	t_{hitung}	$p-value$	alpha	Keterangan
LN_DER	-0,002	-0,047	0,962	0,05	tidak signifikan

BDA	-0,162	-0,871	0,387	0,05	tidak signifikan
LN_LDE	-0,068	-20,731	0,008	0,05	signifikan
LN_INV	0,046	1,865	0,067	0,05	tidak signifikan
MBVER	0,455	8,838	0,000	0,05	signifikan
PPE	0,202	2,744	0,008	0,05	signifikan
DPR	0,105	3,651	0,001	0,05	signifikan
DYR	0,097	3,968	0,000	0,05	signifikan

Sumber: data diolah

Hasil tabel diatas menunjukkan bahwa *p-value* untuk variabel DER sebesar 0,962 yang lebih tinggi dari tingkat alpha sebesar 0,05, sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel DER tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Tanda dalam nilai koefisien dalam variabel DER adalah negatif, tanda ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi DER, maka semakin rendah nilai perusahaan.

Hasil tabel diatas menunjukkan bahwa *p-value* untuk variabel BDA sebesar 0,387 yang lebih tinggi dari tingkat alpha sebesar 0,05, sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel BDA tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Tanda dalam nilai koefisien dalam variabel BDA adalah negatif, tanda ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi BDA, maka semakin rendah nilai perusahaan.

Hasil tabel diatas menunjukkan bahwa *p-value* untuk variabel LDE sebesar 0,008 yang lebih rendah dari tingkat alpha sebesar 0,05, sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel LDE berpengaruh pada nilai perusahaan. Tanda dalam nilai koefisien dalam variabel LDE adalah negatif, tanda ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi LDE, maka semakin rendah nilai perusahaan.

Hasil tabel diatas menunjukkan bahwa *p-value* untuk variabel INV sebesar 0,067 yang lebih tinggi dari tingkat alpha sebesar 0,05, sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel INV tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Tanda dalam nilai koefisien dalam variabel INV adalah positif,

tanda ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi INV, maka semakin tinggi nilai perusahaan.

Hasil tabel diatas menunjukkan bahwa *p-value* untuk variabel MBVER sebesar 0,000 yang lebih rendah dari tingkat alpha sebesar 0,05, sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel MBVER berpengaruh pada nilai perusahaan. Tanda dalam nilai koefisien dalam variabel MBVER adalah positif, tanda ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi MBVER, maka semakin tinggi nilai perusahaan.

Hasil tabel diatas menunjukkan bahwa *p-value* untuk variabel PPE sebesar 0,008 yang lebih rendah dari tingkat alpha sebesar 0,05, sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel PPE berpengaruh pada nilai perusahaan. Tanda dalam nilai koefisien dalam variabel PPE adalah positif, tanda ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi PPE, maka semakin tinggi nilai perusahaan.

Hasil tabel diatas menunjukkan bahwa *p-value* untuk variabel DPR sebesar 0,001 yang lebih rendah dari tingkat alpha sebesar 0,05, sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel DPR berpengaruh pada nilai perusahaan. Tanda dalam nilai koefisien dalam variabel DPR adalah positif, tanda ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi DPR, maka semakin tinggi nilai perusahaan.

Hasil tabel diatas menunjukkan bahwa *p-value* untuk variabel DYR sebesar 0,000 yang lebih rendah dari tingkat alpha sebesar 0,05, sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel DYR berpengaruh pada nilai perusahaan. Tanda dalam nilai koefisien dalam variabel DYR adalah positif, tanda ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi DYR, maka semakin tinggi nilai perusahaan.

C. Pembahasan

Hasil analisis data menunjukkan bahwa variabel DER tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur terdapat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian yang di peroleh Wahyudi dan Pawestri (2006) dan Soliha dan Taswan (2003). Hasil ini

mengindikasikan bahwa besar kecil angka rasio DER tidak mempengaruhi tinggi rendahnya nilai perusahaan. Hasil ini menandakan bahwa jumlah utang yang dimiliki perusahaan manufaktur dalam jumlah yang tinggi, sehingga biaya atas hutang lebih tinggi dari tingkat pengembalian yang diterima oleh perusahaan atas investasi yang didanai oleh hutang tersebut, hal ini berakibat pada hutang tidak menambah nilai perusahaan.

Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa variabel BDA tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur terdapat di BEI. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006). Sementara itu, untuk variabel LDE hasil analisis data menunjukkan adanya pengaruh variabel tersebut terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa besar kecilnya angka rasio LDE berpengaruh terhadap besar kecilnya nilai perusahaan. Tanda pada koefisien variabel ini adalah negatif yang dapat diartikan bahwa semakin tinggi LDE perusahaan, maka semakin rendah nilai perusahaan. Alasan yang digunakan atas hasil ini yaitu perusahaan yang mempunyai tingkat hutang jangka panjang dengan jumlah besar beresiko tinggi untuk mengalami kebangkrutan, sehingga resiko kebangkrutan yang tinggi tersebut tidak menarik investor untuk melakukan investasi pada perusahaan. Oleh karena hal tersebut, maka harga saham perusahaan mempunyai kecenderungan mengalami penurunan sehingga nilai perusahaan juga menurun.

Hasil analisis data menunjukkan bahwa variabel INV tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang diperoleh Tendi Haruman (2005). Hasil ini mengindikasikan bahwa besar kecilnya investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengembalian investasi yang akan diterima lebih rendah dari nilai investasi yang dilakukan sehingga investasi yang dilakukan tidak menambah nilai bagi perusahaan.

Untuk variabel MBVER hasil analisis menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan

terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa tinggi rendahnya angka rasio MBVER berpengaruh terhadap tinggi rendahnya nilai perusahaan yang diproksikan dengan PBV. Tanda koefisien untuk variabel MBVER adalah positif, artinya semakin tinggi angka rasio MBVER semakin tinggi pula nilai perusahaan. Hal ini menandakan bahwa perusahaan dengan nilai buku yang tinggi dinilai baik oleh investor melalui harga saham yang tinggi. Hasil penelitian ini konsisten dengan Wahyudi dan Pawestri (2006).

Analisis data membuktikan bahwa variabel PPE berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan tanda koefisien positif, sehingga dapat dinyatakan bahwa semakin tinggi PPE maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan logika teori bahwa perusahaan dengan jumlah PPE yang tinggi mempunyai kemungkinan untuk dapat beroperasi secara lancar oleh karena adanya ketersediaan PPE dalam proses operasional perusahaan. Jaminan kelancaran proses operasional yang lancar tersebut dipandang baik oleh investor sehingga mampu menciptakan harga saham perusahaan yang tinggi. Oleh karena harga perusahaan yang tinggi, maka nilai perusahaan menjadi tinggi pula. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Adam dan Goyal (2008).

Sementara itu, untuk variabel DPR hasil analisis membuktikan bahwa tinggi rendahnya rasio perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tanda koefisien untuk variabel ini adalah positif yang dapat diartikan bahwa semakin tinggi DPR semakin tinggi pula nilai perusahaan. Alasan yang melandasi hasil ini adalah perusahaan yang mempunyai DPR yang tinggi berkecenderungan untuk mempunyai laba bersih dan laba ditahan yang tinggi serta ketersediaan kas yang cukup untuk membagi deviden tunai bagi pemegang saham. Oleh karena perusahaan mampu menciptakan laba bersih, laba ditahan dan arus kas yang baik, maka perusahaan tersebut dipandang baik oleh investor sehingga harga saham dan nilai perusahaan akan tinggi. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Wahyudi dan Pawestri (2006).

Untuk variabel DYR, hasil analisis membuktikan bahwa DYR berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tanda koefisien untuk variabel ini adalah positif dan hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi angka rasio DYR semakin tinggi pula nilai perusahaan yang diprosikan dengan PBV. Hasil ini memberi penggambaran bahwa perusahaan dengan tingkat DYR yang tinggi memperoleh apresiasi yang baik dari investor sehingga harga saham perusahaan tersebut menjadi tinggi dan oleh karena itu nilai perusahaan menjadi tinggi pula. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Wahyudi (2006).



BAB V

P E N U T U P

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan, maka penulis dapat menarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Kebijakan hutang yang diproksikan dengan *Long Term Debt Equity Ratio* (LDE) berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan PBV, sementara itu kebijakan hutang yang diproksikan *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *Book Debt to Asset Ratio* (BDA) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Keputusan investasi yang diproksikan *Market to Book Value of Equity Ratio* (MVE/BVE) dan *Book Value of Grow Property, Plant, & Equipment to the Book Value of Asset Ratio* (PPE/BVA) berpengaruh terhadap PBV yang merupakan proksi dari nilai perusahaan. Sementara itu, untuk keputusan investasi yang diproksikan dengan INV tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Keputusan pendanaan yang diproksikan dengan *Devidend Payout Ratio* (DPR) dan *Dividend Yield Ratio* (DYR) berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

B. Keterbatasan Penelitian

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, di antaranya yaitu:

1. Penelitian ini hanya menggunakan periode penelitian selama 2003-2007, sehingga hanya dapat diperoleh 15 perusahaan manufaktur yang menjadi sampel dengan 75 observasi.
2. Penelitian ini hanya menggunakan tiga variabel independen yaitu kebijakan hutang, kebijakan investasi dan kebijakan dividen.
3. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur tanpa memisahkan jenis industri, sehingga kemungkinan dapat terjadi pengaruh perbedaan karakteristik pada hasil penelitian.

C. Saran

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan di atas, penulis mencoba memberikan saran untuk perbaikan penelitian selanjutnya. Saran-saran yang dapat diberikan yaitu:

1. Penelitian berikutnya dapat menambah atau memperpanjang periode penelitian, sehingga dapat diperoleh jumlah sampel yang lebih banyak dan jumlah observasi yang lebih memungkinkan untuk dapat diperoleh hasil yang lebih baik secara statistik.
2. Penelitian berikutnya dapat menambah variabel independen dalam model penelitian sehingga dapat diperoleh hasil penelitian terkait faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara lebih mendalam. Faktor yang dapat ditambahkan seperti ukuran perusahaan dan *good corporate governance*.
3. Penelitian berikutnya dapat melakukan penelitian yang sama dengan memisahkan sampel perusahaan manufaktur sesuai dengan jenis industri sehingga dapat diperoleh hasil penelitian yang lebih spesifik dan terhindar dari pengaruh perbedaan karakteristik industri.



DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A., 1998, *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.
- Awat, Napa J, 1999, *Manajemen Keuangan: Pendekatan Matematis*, Gramedia Pustaka
- Baker, H.K. dan G.E. Powell. 1999, How Corporate Managers View Dividend Policy,
QJBE 38, 17-35.
- Brealey and Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*. McGraw Hill. New York.
- Brigham and Houston, 1999, *Fundamental of Financial Management*. Thomson. US of America.
- Brigham, 2001, *Manajemen Keuangan*, Gramedia.
- Brigham, E.F., Gapenski, E.C, and Daves, P.R. (1996), *Intermediate financial management*, 6th Edition,

USA; the Dryden Press, Harcourt Brace College Pub.

Fama, Eugene & French, Kenneth R., 1998, *Taxes, Financing Decision, and Firm Value*, The Journal of Finance Vol LII, 819-843

Faulkender, Milbourn, and Anjan Thakor, 2006. *Does Corporate Performance Determine Capital Structure and Dividend Policy*. Washington University St. Louis.

Ghozali, Imam. (2005). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi 3. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gitman, L.J, 2000, *Principle of Management Finance*, 9th d, Addison Wasler, Massachussets.

Goyal, V. K., 2008, *The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables*, Journal of Financial Research, Vol XXXI, No.1, Spring.

Gujarati, Damodar N. (2003). *Basic Econometrics*. Edisi 4. New York: McGraw-Hill.

Hidayah, Rini, dan Hanung Triatmoko, 2002. *Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Volume Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham, Perspektif*. Vol. 7, No. 1, Juni, hlm 9-17.

Husnan, Suad. 1994. *Dasar Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi 3. Yogyakarta : UPP AMP YKPN

Jensen, M and Michael, 2001, *Value Maximization, Stakeholders Theory, and The Corporate Objective Function*, Working Paper; No. 01-09, Harvard Business School, pp. 1-21

Jensen, M.C., 1986, *Agency Cost of Free Cashflow, Corporate Finance and Takeover*, American Economics Review 76.

Kallapur, Sanjay, and Mark A. Trombley, 1999, *The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Broth*, Journal of Business and Accounting; 26, April/May, pp. 505-519

Masulis, R. W., 1988, *The Debt/Equity Choice*, Canbridge, MA, Ballinger.

Modigliani, F., and M. Miller, 1963, *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*, American Economic Review 53,433-443.

Mulyono, Sugeng. 2000. *Pengaruh Earning Per Share dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Harga Saham. Jurnal Ekonomi dan Manajemen*. Vol. 1 No. 2 hal. 99 – 116.

Santosa, Singgih, 2000. *Buku latihan SPSS statistik parametik*, Jakarta: PT Elex Media Komputindo, Kelompok Gramedia.

Sekaran, Uma. 2000. *Research Methods for Business. 3rd Edition*, John Wiley and Sons Inc., New York.

- Setiawan, R. 2005. *Pengaruh Dividend Payout Ratio, Profit Margin, Asset Turnover, Leverage dan Tingkat Risiko Terhadap Price Earning Ratio Pada Kondisi Pasar Bearish dan Bullish*. Majalah Ekonomi. Tahun XIV, No.1, April.
- Smith Jr. C.W, and R.L. Watts, 1992, *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies*, *Journal of financial Economics* 13, June 187-221.
- Solihah dan Taswan, 2002, *Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya*, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.9, No.2.
- Suharli, M. dan Oktorina, M. 2005. *Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi Pada Equity Securities Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang Pada Perusahaan Publik di Jakarta*. SNA X.
- Sutrisno, 2000, *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Publik Di Indonesia*, *TEMA*, Vol.II No.1
- Utama, 1999.

LAMPIRAN

- Wibowo dan Erkaningrum, 2002, *Studi Keterkaitan Antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage,*



DESKRIPTIF SEBELUM NORMALITAS DATA
Descriptives

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	75	.18	24.86	1.4317	2.87655
BDA	75	.05	.99	.5452	.27273
LDE	75	.01	6.20	.4992	.91837
INV	75	.01	8.47	.5821	1.61408
MBVER	75	3.21E5	2.13E7	2.9746E6	3.96599E6
PPE	75	.08	.74	.3388	.15975
DPR	75	.22	203.57	34.4741	35.00655
DYR	75	.00	12.97	2.8909	2.84371
PBV	75	.42	21.26	2.6724	3.89738
Valid N (listwise)	75				

NORMALITAS SEBELUM TRANSFORMASI**NPar Tests****One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		DER	BDA	LDE	INV	MBVER	PPE	DPR	DYR	PBV
N		75	75	75	75	75	75	75	75	75
Normal Parameters ^a	Mean	1.4317	.5452	.4992	.5821	2.9746E6	.3388	34.4741	2.8909	2.6724
	Std. Deviation	2.87655	.27273	.91837	1.61408	3.96599E6	.15975	3.50066E1	2.84371	3.89738
Most Extreme Differences	Absolute	.332	.140	.297	.461	.252	.158	.164	.160	.282
	Positive	.271	.140	.260	.461	.251	.158	.140	.160	.278
	Negative	-.332	-.097	-.297	-.361	-.252	-.055	-.164	-.155	-.282
Kolmogorov-Smirnov Z		2.873	1.214	2.573	3.996	2.180	1.370	1.420	1.384	2.439
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.105	.000	.000	.000	.047	.036	.043	.000

a. Test distribution is Normal.

DESKRIFTIF DATA SETELAH TRANSFORMASI**Descriptives**

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
BDA	75	.05	.99	.5452	.27273
LN_DER	75	-1.71	1.36	-.1805	.78730
LN_LDE	75	-3.91	3.00	-.8893	1.88501
LN_INV	75	-4.61	2.14	-1.9826	1.41210
LN_MBVER	75	12.68	16.87	14.3865	.96253
LN_PPE	75	-2.99	-.04	-1.1004	.50250
LN_DPR	75	-1.47	6.85	1.6975	2.09751
LN_DYR	75	.02	8.89	2.1499	2.18433
LN_PBV	75	-.87	3.06	.4725	.90271
Valid N (listwise)	75				

NORMALITAS SETELAH TRANSFORMASI

NPar Tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	BDA	LN_DE R	LN_LD E	LN_INV	LN_MBVE R	LN_PP E	LN_DP R	LN_PB V	LN_DYR
N	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Normal Parameters ^a Mean	.5452	-.1805	-.8893	-1.9826	14.3865	-1.1004	1.6975	.4725	2.1499
Std. Deviation	.27273	.78730	1.88501	1.41210	.96253	.50250	2.09751	.90271	2.18433
Most Extreme Differences									
Absolute	.140	.082	.123	.155	.091	.099	.141	.106	.187
Positive	.140	.056	.123	.155	.091	.089	.141	.106	.187
Negative	-.097	-.082	-.071	-.090	-.039	-.099	-.125	-.069	-.165
Kolmogorov-Smirnov Z	1.214	.709	1.062	1.340	.784	.853	1.223	.917	1.616
Asymp. Sig. (2-tailed)	.105	.697	.209	.055	.570	.461	.100	.370	.011

a. Test distribution is Normal.

NORMALITAS DATA DENGAN RESIDUAL

NPar Tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		75
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	2.41495721
Most Extreme Differences	Absolute	.128
	Positive	.126
	Negative	-.128
Kolmogorov-Smirnov Z		1.106
Asymp. Sig. (2-tailed)		.173

a. Test distribution is Normal.

UJI AUTOKORELASI, MULTIKOLINEARITAS DAN HIPOTESIS Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	LN_DYR, LN_DER, LN_INV, LN_PPE, LN_LDE, LN_MBVER, BDA, LN_DPR ^a		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: LN_PBV

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.953 ^a	.907	.896	.29092	1.767

a. Predictors: (Constant), LN_DYR, LN_DER, LN_INV, LN_PPE, LN_LDE, LN_MBVER, BDA, LN_DPR

b. Dependent Variable: LN_PBV

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	54.716	8	6.839	80.811	.000 ^a
	Residual	5.586	66	.085		
	Total	60.302	74			

a. Predictors: (Constant), LN_DYR, LN_DER, LN_INV, LN_PPE, LN_LDE, LN_MBVER, BDA, LN_DPR

b. Dependent Variable: LN_PBV

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-6.119	.746		-8.207	.000		
	BDA	-.162	.186	-.049	-.871	.387	.442	2.261
	LN_DER	-.002	.049	-.002	-.047	.962	.767	1.304
	LN_LDE	-.068	.025	-.142	-2.731	.008	.520	1.924
	LN_INV	.046	.025	.072	1.865	.067	.929	1.076
	LN_MBVER	.455	.051	.485	8.838	.000	.466	2.147
	LN_PPE	.202	.074	.112	2.744	.008	.838	1.193
	LN_DPR	.105	.029	.245	3.651	.001	.312	3.205
	LN_DYR	.097	.024	.235	3.968	.000	.400	2.502

a. Dependent Variable: LN_PBV



Coefficient Correlations^a

Model		LN_DYR	LN_DER	LN_INV	LN_PPE	LN_LDE	LN_MBVE R	BDA	LN_DPR	
1	Correlations	LN_DYR	1.000	.019	-.010	.010	.155	-.386	-.235	-.442
		LN_DER	.019	1.000	-.072	.050	.020	-.080	-.440	-.072
		LN_INV	-.010	-.072	1.000	-.171	-.028	-.068	.191	.139
		LN_PPE	.010	.050	-.171	1.000	.005	.021	-.264	.021
		LN_LDE	.155	.020	-.028	.005	1.000	-.041	-.301	.288
		LN_MBVE R	-.386	-.080	-.068	.021	-.041	1.000	.170	-.253
		BDA	-.235	-.440	.191	-.264	-.301	.170	1.000	.283
		LN_DPR	-.442	-.072	.139	.021	.288	-.253	.283	1.000
1	Covariances	LN_DYR	.001	2.274E-5	-6.043E-6	1.807E-5	9.466E-5	.000	-.001	.000
		LN_DER	2.274E-5	.002	-8.771E-5	.000	2.385E-5	.000	-.004	.000
		LN_INV	-6.043E-6	-8.771E-5	.001	.000	-1.701E-5	-8.713E-5	.001	9.964E-5
		LN_PPE	1.807E-5	.000	.000	.005	8.903E-6	8.083E-5	-.004	4.493E-5
		LN_LDE	9.466E-5	2.385E-5	-1.701E-5	8.903E-6	.001	-5.241E-5	-.001	.000
		LN_MBVE R	.000	.000	-8.713E-5	8.083E-5	-5.241E-5	.003	.002	.000
		BDA	-.001	-.004	.001	-.004	-.001	.002	.035	.002
		LN_DPR	.000	.000	9.964E-5	4.493E-5	.000	.000	.002	.001

a. Dependent Variable: LN_PBV

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions								
				(Constant)	BDA	LN_DER	LN_LDE	LN_INV	LN_MBVE ER	LN_PPE	LN_DPR	LN_DYR
1	1	5.839	1.000	.00	.00	.00	.00	.01	.00	.00	.00	.00
	2	1.321	2.102	.00	.01	.09	.10	.01	.00	.00	.02	.01
	3	.896	2.553	.00	.00	.63	.03	.00	.00	.00	.01	.02
	4	.323	4.255	.00	.00	.04	.57	.09	.00	.01	.06	.21
	5	.267	4.676	.00	.02	.00	.08	.83	.00	.02	.03	.00
	6	.185	5.620	.00	.08	.07	.16	.02	.00	.34	.14	.16
	7	.124	6.851	.00	.05	.01	.00	.01	.00	.28	.55	.44
	8	.044	11.549	.01	.77	.15	.05	.02	.01	.34	.13	.01
	9	.001	75.316	.99	.07	.01	.00	.01	.99	.00	.05	.15

a. Dependent Variable: LN_PBV

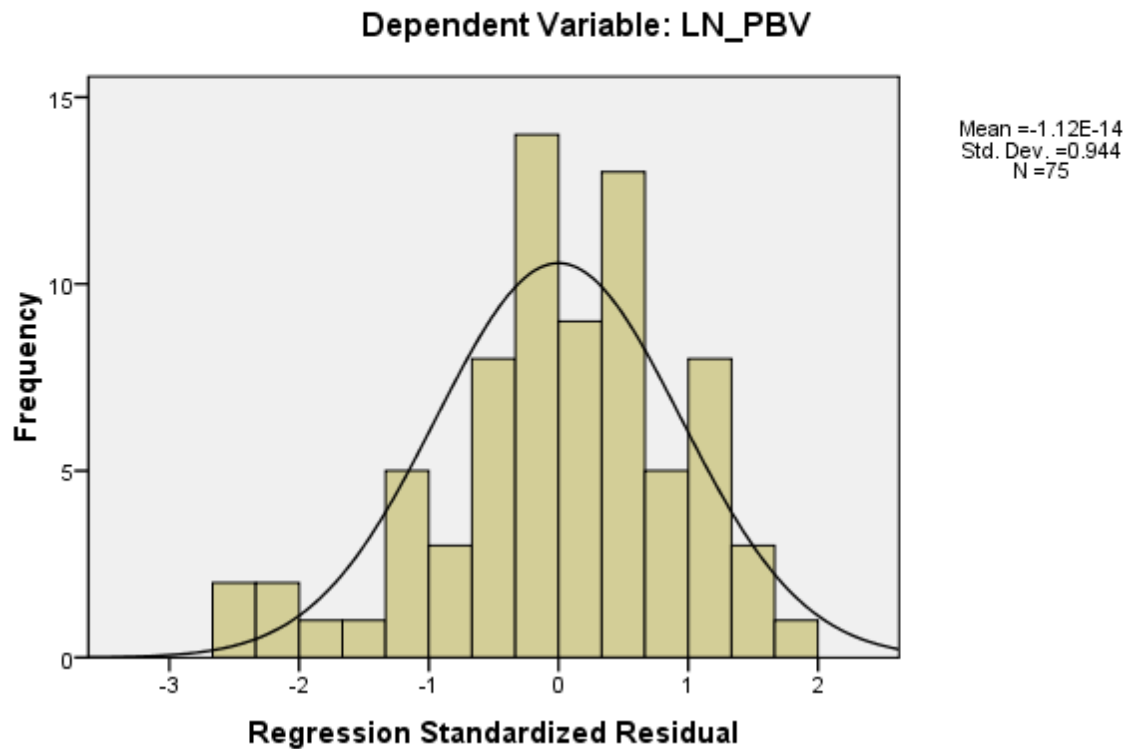
Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.8546	2.8719	.4725	.85989	75
Std. Predicted Value	-1.543	2.790	.000	1.000	75
Standard Error of Predicted Value	.044	.152	.097	.028	75
Adjusted Predicted Value	-.8923	2.8336	.4772	.85692	75
Residual	-.70082	.55118	.00000	.27475	75
Std. Residual	-2.409	1.895	.000	.944	75
Stud. Residual	-2.749	2.026	-.007	1.032	75
Deleted Residual	-.92111	.63039	-.00469	.32936	75
Stud. Deleted Residual	-2.899	2.076	-.014	1.054	75
Mahal. Distance	.725	19.344	7.893	4.905	75
Cook's Distance	.000	.274	.024	.051	75
Centered Leverage Value	.010	.261	.107	.066	75

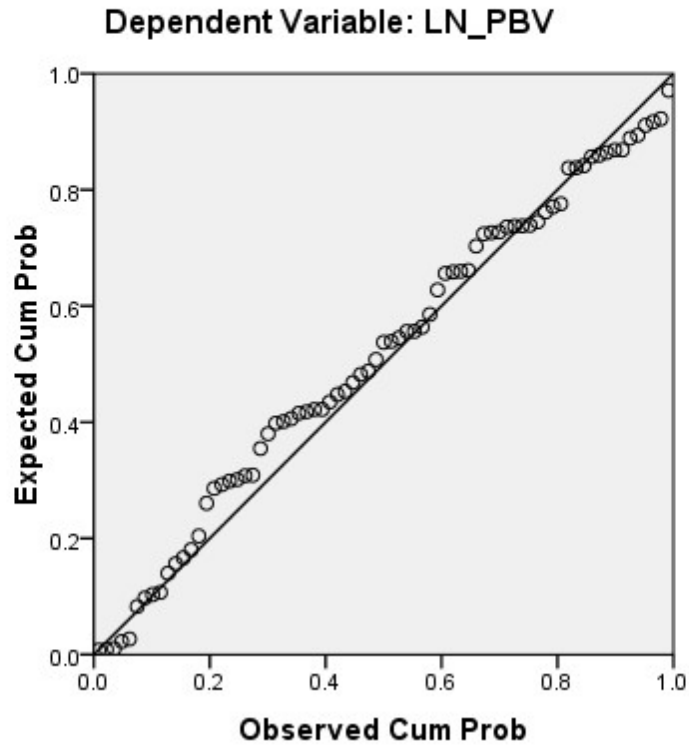
a. Dependent Variable: LN_PBV

Charts

Histogram

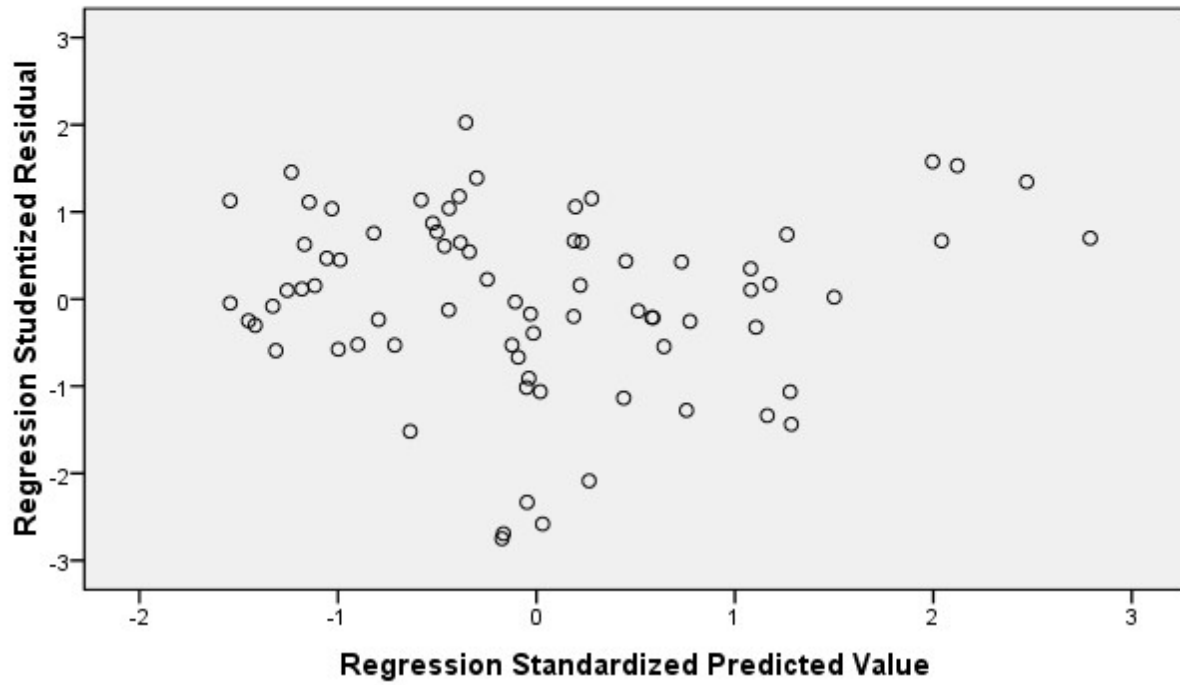


Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Scatterplot

Dependent Variable: LN_PBV





N O	NAMA PERUSAHAAN	2003									2004								
		DE R	BD A	LD E	INV	MBVE R	PPE	DPR	DY R	PBV	DE R	BD A	LD E	IN V	MBVE R	PP E	DP R	DY R	PBV
1	Fast Food Indonesia Tbk.	0.6 9	0.41	0.16	0.15	2.488	0.27	19.68	1.73	2.49	0.65	0.39	0.16	0.14	2.40355	0.2 4	21.5 3	1.71	2.4
2	Mayora Indah Tbk. Multi Bintang Indonesia Tbk.	0.5 8	0.36	0.5	0.03	0.834	0.46	0.23	0.03 10.1	0.83	0.46	0.31	0.31	2	1.05827 3.58857	0.4 8	0.23 72.3	0.02	1.06
3	Gudang Garam Tbk.	0.8 0.5 8	0.44	0.07	0.02	2.513	0.51	78.05	4	2.51	1.22	0.55	0.12	0.14 0.1	4 2.13983	0.5 0.3	9 53.7	7.06	3.59
4	Lautan Luas Tbk.	1.9 4	0.37	0.02	0.12	2.385	0.28	31.39	2.21	2.39	0.69	0.41	0.03	9	0.64106	0.3 1	25.5 4	3.69	2.14
5	Trias Sentosa Tbk.	0.7 8	0.44	0.21	0.11	0.634	0.62	16.52	2.94	0.82	1	0.5	0.56	3	0.46338	0.6 9	4 8.47	1.47	0.6
6	Lionmesh Prima Tbk.	1.8 0.1	0.64	0.74	0.02	0.432	0.37	14.9	4.55 10.5	0.43	1.45	0.59	0.38	5	2 0.73376	7	6.97 22.0	2.62	0.84
7	Lion Metal Works Tbk. Surya Toto Indonesia Tbk.	0.1 3.2 9	0.16	0.05	0.11	0.435	0.13	38.18	9	0.44	0.22	0.18	0.06	2 0.2	9 2.04673	0.12 0.5	8	5.88	0.73
8	Astra Graphia Tbk.	1.1 2	0.77	1.39	6.07	1.782	0.56	0.31	0.04	1.78	3.88	0.79	2.05	8	1	1	0.38	0.03	2.05
9	Goodyear Indonesia Tbk.	0.4 7	0.53	0.47	0.02	1.337	0.2	0.75	0.04	1.34	0.72	0.42	0.49	9 0.1	2 1.23228	4 0.3	2.2 38.3	0.19	1.3
10	Sugi Samapersada Tbk.	0.4 3	0.32	0.14	0.02	0.575	0.38	37.42	4	0.58	0.54	0.35	0.16	2 2.9	5 4.46258	1 0.3	9 29.0	2.72	1.23
11	Tunas Radean Tbk.	2.1 2	0.3	0.01	0.12	3.385	0.33	31.2	0.26	3.39	0.37	0.28	6.2	2 0.3	6 1.58707	2 0.2	8 24.6	0.18	4.46
12	Merck Tbk.	0.2 6	0.68	1.43	0.34	0.88	0.18	20.64	4	0.88	2.38	0.7	0.92	5 6.8	9 3.31591	8 0.2	6 54.7	4	1.59
13	Unilever Indonesia Tbk.	0.6 3	0.2	4.36	0.16	2.247	0.23	62	8.75	2.25	0.3	0.23	0.02	9 0.0	1 11.1488	4 0.3	9 41.6	6.14	3.32
14		0.6 3	0.38	0.04	0.1	13.2	0.26	47.07	2.21	13.2	0.61	0.37	0.06	7	1	7	9	2.42	5

2005									2006										
DER	BDA	LDE	INV	MBVER	PPE	DPR	DYR	PBV	DER	BDA	LDE	INV	MBVER	PPE	DPR	DYR	PBV	DER	BDA
0.66	0.4	0.17	0.17	2.34657	0.23	21.61	1.67	2.35	0.68	0.4	0.16	0.28	3.559	0.23	12.95	1.1	2.82	0.67	0.4
0.61	0.37	0.4	0.14	0.70233	0.5	0.42	0.03	0.7	0.58	0.36	0.37	0.06	1.281	0.47	0.29	0.02	1.28	0.73	0.41
1.52	0.6	0.14	0.04	4.6224	0.59	76.64	6.33	4.62	2.08	0.67	0.18	0.06	5.839	0.62	75.6	4.6	5.84	2.14	0.68
0.69	0.41	0.02	0.07	1.70962	0.33	50.91	4.29	1.71	0.65	0.39	0.05	-0.02	1.492	0.31	47.73	2.45	1.49	1.93	0.41
2.1	0.65	0.55	0.13	0.75447	0.29	25.2	9	3.54	0.75	2.43	0.67	0.56	0.624	0.29	21.03	1.98	0.62	2.42	0.68
1.2	0.54	0.6	0.1	0.33822	0.67	51.27	0.88	0.44	1.07	0.52	0.5	-0.04	0.321	0.7	54.12	1.44	0.42	1.18	0.54
0.99	0.5	0.17	0.01	7.1567	0.25	9.35	2.11	0.86	0.86	0.46	0.12	0.03	5.781	0.26	10.8	1.76	0.69	1.16	0.54
0.23	0.19	0.07	0.12	0.77444	0.1	27.34	5	0.77	0.25	0.2	0.08	0.14	0.764	0.09	25.2	4.55	0.76	0.27	0.21
2.93	0.74	1.49	0.2	1.37706	0.55	0.24	0.05	1.38	0.25	0.69	0.95	0.07	1.165	0.49	24.86	6.06	1.15	1.88	0.65
0.82	0.45	0.49	0.09	1.39624	0.27	0.93	0.08	1.4	0.98	0.49	0.46	0.13	1.39	0.23	0.97	0.13	1.39	0.99	0.05
0.68	0.4	0.16	0.02	1.18872	0.25	-126	2.78	1.22	0.62	0.38	0.12	-8.47	0.962	0.25	138	12.97	0.96	0.94	0.48
0.31	0.23	0.04	0.24	2.66466	0.26	0	0	2.66	0.31	0.24	0.04	0.01	1.268	0.27	203.57	1.44	1.27	0.33	0.25
3.02	0.75	1.09	0.36	1.41938	0.22	18.57	2.75	1.42	3.24	0.76	1.24	-0.05	1.47	0.18	33.29	0.75	1.47	2.91	0.74
0.21	0.17	0.03	0.09	3.01795	0.21	54.35	5.76	3.02	0.2	0.17	0.03	0.3	3.804	0.16	51.77	5	3.8	0.18	0.15
0.76	0.43	0.07	0.05	15.0071	0.39	63.5	6	2.81	15.01	0.95	0.49	0.08	21.26	0.37	55.4	1.89	21.26	0.98	0.49