Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen dan Investment Opportunity Set terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan-perusahaan Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia)

Sugeng Sulistiono
Jurusan Akuntansi, Politeknik Negeri Malang
E-mail : penkpoltek@yahoo.com

ABSTRACT

The aims of this study are to examine and analyze the effect of capital structure, dividend policy and the investment opportunity set on firm value, This study was performed on the firms listed in the Indonesia Stock Exchange (BEI) During 2009 to 2013 period. The data collection was done by using purposive sampling while the population is chosen based on population criteria. The Firm involved as research sample are saturated sample or census as the number of research samples are 15 firms. This research analyses using multiple linear regression.

The research findings show that the effect of capital structure and dividend policy on firm value is not significant whereas the effect of investment opportunity set on firm value is significant.

Keywords*: Firm Value, Capital Structure, Dividend Policy, Investment Opportunity Set.*

1. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Keputusan keuangan yang berkaitan dengan keputusan pendanaan dan investasi selalu dihubungkan dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Secara umum kinerja perusahaan yang *go public* tidak terlepas dari pesatnya perkembangan pasar modal di Indonesia. Perkembangan tersebut sejalan dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia yang cukup baik yaitu mencapai 6,5 % pada tahun 2011, ketika rata-rata pertumbuhan perekonomian dunia hanya sekitar 2 %. Sedangkan tingkat inflasi Indonesia adalah sebesar 3,8 %, yaitu tingkat inflasi terendah diseluruh negara-negara kawasan Asia Pasifik. Pada pertengahan tahun 2012, PDB Indonesia mencapai US $ 800 milyar dan memposisikan Indonesia pada 16 besar kekuatan ekonomi dunia (Dorimulu, 2012:126). Kondisi tersebut ditunjukkan dengan perkembangan pasar modal di Indonesia yang menggembirakan. Tumbuhnya pasar modal ditunjukkan dengan jumlah emiten pada 2008 adalah sebanyak 396 perusahaan dan pada tahun 2012 jumlah emiten menjadi 485 perusahaan. Perkembangan volume transaksi dan nilai transaksi juga mengalami perkembangan yang cukup pesat. Hal ini ditandai dengan IHSG mencapai 4000 [1], pada tanggal 16 Oktober 2012 IHSG mencapai 4.320. Keadaan ini memberikan gambaran perusahaan-perusahaan di Indonesia mendapatkan manfaat atas keberadaan PT. Bursa Efek Indonesia.

Menguatnya IHSG di pasar modal Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mengalami pertumbuhan. Fenomena pertumbuhan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tersebut, mampu menarik investor dalam dan luar negeri untuk menginvestasikan dananya pada sekuritas-sekuritas yang terdaftar di PT. Bursa Efek Indonesia. Keadaan ini menunjukkan bahwa investor berkeyakinan investasi mereka akan memberikan keuntungan yang memadai.

Fenomena pertumbuhan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tersebut didukung oleh membaiknya situasi ekonomi Indonesia yang berpengaruh positif terhadap seluruh sektor ekonomi. Keadaan ini menunjukkan peningkatan kinerja perusahaan secara keseluruhan dan mencerminkan peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan isu sentral bagi para investor dalam keputusan investasinya, karena nilai perusahaan memberikan gambaran tentang kondisi fundamental perusahaan dan situasi pasar yang mempengaruhi para pelaku pasar di pasar modal Indonesia.

Strategi bisnis perusahaan merupakan langkah manajemen perusahaan yang dibuat untuk mencapai tujuan perusahaan dalam jangka panjang. Dalam teori keuangan, tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham merupakan representasi keberhasilan perusahaan dalam mengelola bisnisnya. Menurut [2], memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, dapat dicapai dengan cara memaksimalkan nilai perusahaan. Menurut Van Horne (2002:3), "*The*

objective of a company must be to create value for the shareholders. Value is represented by market price of the company's common stock, which, in turn, is a function of the firm's investment, financing, and dividend decisions". Hal ini menunjukkan bahwa penciptaan nilai *(value creation)* bagi pemegang saham merupakan tujuan perusahaan. Menurut [3] *corporate financial theory, ... "the objective is the maximization of firm value, the relationship between financial decisions, corporate strategy, and firm value has to be delineated".*

Perkembangan perekonomian Indonesia dan tumbuhnya perusahaan-perusahaan yang *go public*, menunjukkan bahwa investasi yang dilakukan dapat diartikan sebagai kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan peluang-peluang investasi yang menguntungkan di waktu yang akan datang. Hal ini merupakan implementasi strategi pengembangan bisnis yang memberikan keunggulan kompetitif *(competitive advantage).* Perusahaan di Indonesia dihadapkan pada berbagai peluang bisnis yang menjanjikan keuntungan dan dapat diindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mempunyai peluang-peluang investasi yang menguntungkan dalam jangka panjang. Peluang-peluang investasi yang dimiliki perusahaan disebut dengan *Investment Opportunity set* (IOS). IOS memberikan gambaran yang lebih luas tentang peluang-peluang investasi dan hal ini berkaitan dengan nilai perusahaan. Adapun nilai perusahaan sebagai dasar pencapaian tujuan utama perusahaan, yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham [4], Keadaan tersebut menunjukkan adanya peluang investasi yang berkaitan dengan nilai perusahaan, dan hal ini tergantung pada besarnya pengeluaran modal untuk memanfaatkan peluang investasi tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh [5] menyatakan bahwa pemilihan investasi tidak hanya ditujukan pada proyek yang didukung oleh riset dan pengembangan, tetapi juga ditunjukkan dengan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan peluang investasi tersebut dalam menghasilkan keuntungan. *Investment opportunity set* (IOS) merupakan dasar penentuan kategori suatu perusahaan, yaitu kategori perusahaan masuk dalam kategori bertumbuh atau kategori tidak bertumbuh. Dengan demikian nilai perusahaan tergantung pada potensi pertumbuhan perusahaan di waktu yang akan datang.

Investment opportunity set (IOS) menggambarkan peluang-peluang investasi perusahaan, dan ditentukan oleh keputusan pendanaan tentang penggunaan hutang, laba ditahan atau penggunaan ekuitas melalui emisi saham. Keputusan pendanaan sangat mempengaruhi penyusunan struktur modal yang optimal. Manajemen perusahaan dengan informasi tentang prospek perusahaan, mempengaruhi keputusan manajemen untuk menggunakan ekuitas atau hutang. Pada aspek lainnya, kebijakan dividen berhubungan dengan jumlah dividen yang dibagi, berdasarkan pertimbangan jumlah laba ditahan (*retained earning*) yang digunakan sebagai modal. Keputusan pendanaan tersebut menimbulkan konflik kepentingan (*agency problem*) antara manajemen dan pemegang saham. Pengendalian konflik tersebut mempunyai konsekuensi *agency cost* yang cukup besar. Keputusan pendanaan oleh perusahaan mempunyai implikasi terhadap nilai kapitalisasi pasar saham terhadap ekuitas yang menimbulkan peluang-peluang investasi yang menguntungkan di waktu yang akan datang. Dalam hal ini *Investment opportunity set* memberikan gambaran adanya potensi pertumbuhan perusahaan. Potensi pertumbuhan perusahaan merupakan pertimbangan investor berkaitan dengan nilai perusahaan.

Beberapa penelitian yang berkaitan dengan IOS dan keputusan pendanaan dilakukan oleh [6]), yang melakukan penelitian tentang hubungan antara investasi dan keputusan pendanaan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan keputusan pendanaan dengan menggunakan hutang dan kebijakan dividen berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan investasi. Selanjutnya penelitian tentang IOS dilakukan oleh [7] yang menunjukkan IOS mempengaruhi kebijakan pendanaan, kebijakan dividen dan kompensasi perusahaan. Hal ini menggambarkan keputusan manajemen untuk memanfaatkan peluang investasi mempertimbangkan kemampuan perusahaan dalam membiayai investasi yang menguntungkan di masa yang akan datang.

Keputusan pendanaan meliputi keputusan menyusun struktur modal dan kebijakan dividen dengan tujuan meningkatkan nilai perusahaan. Potensi pertumbuhan (yang diukur dengan IOS) membutuhkan sumber dana baik menggunakan hutang (*leverage*) maupun ekuitas (*equity*) untuk meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka panjang. Dalam hal ini berkaitan dengan penggunaan hutang dalam struktur modal dan dividen yang dibayarkan kepada investor dengan mempertimbangkan laba ditahan serta adanya potensi pertumbuhan (IOS), maka keputusan pendanaan dan potensi pertumbuhan tersebut akan berkaitan dengan nilai perusahaan di masa mendatang.

1.2 Rumusan Masalah

1. Apakah struktur modal, kebijakan dividen dan *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah struktur modal, kebijakan dividen dan *investment opportunity set* berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh simultan struktur modal, kebijakan dividen dan *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan.
2. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh secara parsial struktur modal, kebijakan dividen dan *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan.

1.4 Luaran Penelitian

Hasil Penelitian ini merupakan Rancangan Model Analisis Faktor-faktor Keuangan Perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2. TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Profesor James Tobin pada tahun 1967 mengembangkan *Tobin's Q ratio* dan merupakan konsep yang berharga tentang nilai perusahaan. Rasio ini menunjukkan estimasi pasar keuangan tentang nilai hasil pengembalian dari pertambahan investasi, sehingga konsep ini dapat memberikan informasi yang lebih komprehensif bagi pelaku pasar modal. Pengukuran *Tobin's Q* memasukkan unsur ekuitas, hutang perusahaan, dan melibatkan nilai aktiva perusahaan. Perhitungan tersebut melibatkan seluruh aktiva perusahaan, dalam hal ini perusahaan tidak hanya memperhatikan kepentingan investor saja, tetapi juga kepentingan kreditur. Hal ini merupakan konsekuensi penggunaan beberapa jenis sumber dana dalam struktur modal perusahaan. Semakin tinggi nilai *Tobin's Q*, maka hal ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Nilai pasar aktiva perusahaan yang lebih besar dibandingkan dengan nilai buku aktiva perusahaan,mendorong investor untuk memiliki saham perusahaan tersebut.

Nilai *Tobin's Q* adalah penjumlahan nilai pasar saham *(market value of all outstanding stock)* dan nilai pasar hutang *(market value of all debt)* dibandingkan dengan nilai seluruh modal yang ditempatkan dalam aktiva produksi *(replacement value of all production capacity)*. Rasio ini adalah pengukur kinerja dengan membandingkan dua penilaian dari aktiva yang sama, yaitu rasio dari nilai pasar aktiva perusahaan yang diukur oleh nilai pasar dari jumlah saham yang beredar dan hutang terhadap *replacement cost* dari aktiva perusahaan.

2.1 Keputusan Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan

Beberapa penelitian tentang hubungan struktur modal dan nilai perusahaan dikemukakan diantaranya adalah[8], hasil penelitiannya menunjukkan perubahan harga saham secara positif berhubungan dengan perubahan *leverage* khususnya saham *convertible senior security*. Sedangkan [9] penelitiannya menunjukkan adanya efek pajak terhadap kebijakan hutang secara negatif berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Miller tentang efek pajak terhadap pendapatan serta *signaling theory* yang menggambarkan penggunaan hutang mengindikasikan pertumbuhan perusahaan. [10] hasil penelitiannya menunjukkan hutang berhubungan secara positif signifikan terhadap nilai perusahaan untuk perusahaan dengan *growth opportunity* yang rendah. Sedangkan hubungan hutang dengan nilai perusahaan tidak signifikan pada *growth opportunities* yang tinggi. Selanjutnya [11] penelitiannya menunjukkan hubungan yang positif signifikan antara penggunaan hutang dengan nilai perusahaan. [12] melakukan penelitian pengaruh kebijakan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitiannya adalah kebijakan pendanaan dengan menggunakan hutang jangka panjang berpengaruh meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan [13] hasil penelitiannya adalah penambahan hutang dalam struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. [14] melakukan penelitian tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan investasi, keputusan menunjukkan bahwa hutang juga akan memperbesar biaya kebangkrutan pendanaan, kebijakan dividend terhadap nilai perusahaan. Keputusan pendanaan berpengaruh negative signifikan terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya [15] penelitiannya menunjukkan kebijakan hutang berpengaruh secara negative terhadap nilai perusahaan. Penelitian [16] menunjukkan keputusan pendanaan tidak mempunyai pengaruh langsung yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan [17] dalam penelitiannya menunjukkan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaanpositif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penelitian di atas ditunjukkan bahwa struktur modal diukur dengan menggunakan *long term debt* sebagai bagian dari modal jangka panjang. Penggunaan hutang jangka panjang banyak dikaitkan dengan pembiayaan investasi jangka panjang dan hal ini mempengaruhi persepsi investor terhadap nilai perusahaan. Terdapat beberapa rasio yang menunjukkan peran hutang dalam modal perusahaan. *Debt ratio* menggambarkan seberapa besar hutang sebagai sumber pembiayaan aktiva perusahaan.Sedangkan *debt to equity ratio* menunjukkan perbandingan

antara hutang jangka panjang dan ekuitas, rasio ini menggambarkan adanya risiko keuangan yang timbul dari penggunaan hutang. Dalam penelitian ini struktur modal menggunakan *long term debt to total capitalization ratio*.Rasio ini menunjukkan proporsi hutang jangka panjang dalam keseluruhan modal jangka panjang [18].

Beberapa penelitian tentang hubungan struktur modal dan nilai perusahaan dikemukakan oleh [19], hasil penelitiannya menunjukkan perubahan harga saham secara positif berhubungan dengan perubahan *leverage* khususnya saham *convertible senior security*. Penelitian [20] menunjukkan adanya efek pajak terhadap kebijakan hutang secara negatif berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Miller tentang efek pajak terhadap pendapatan serta *signaling theory* yang menggambarkan penggunaan hutang mengindikasikan pertumbuhan perusahaan.

2.2 Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Beberapa penelitian tentang hubungan kebijakan dividen dengan nilai perusahaan, dikemukakan diantaranya oleh [20], dimana hasil penelitiannya menunjukkan adanya efek pajak terhadap kebijakan dividen, sehingga kebijakan dividend berpengaruh secara positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan [21] menulis *paper* yang memberikan gambaran terhadap investor bahwa tingkat keuntungan yang disyaratkan *(required cut-off rate)* dari suatu investasi harus lebih rendah ketika proyek tersebut menggunakan sumber dana internal, daripada proyek tersebut menggunakan sumber dana eksternal. Dalam hal ini pendanaan investasi perusahaan dari sumber dana eksternal harus meningkatkan nilai perusahaan. Selanjutnya Agrawal dan Jayaraman (1994) penelitiannya menunjukkan bahwa dividen merupakan subtitusi dari hutang dalam mengurangi *agency cost* pada kebijakan dividen perusahaan yang menggunakan seluruh ekuitas perusahaan. Selanjutnya penelitian ini menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* dan *dividend Yield ratio* untuk perusahaan yang menggunakan ekuitas mempunyai tingkat signifikansi yang lebih tinggi daripada perusahaan yang menggunakan hutang. Dalam hal ini keputusan struktur modal menggunakan proksi ekuitas dan ekuitas dengan melibatkan *long term debt*, sedangkan kebijakan dividen menggunakan proksi *dividend payout ratio* dan *dividend yield.*Selanjutnya [22] penelitiannya menunjukkan bahwa *dividend yield* berpengaruh positif terhadap *return* saham dengan menurunnya *tingkat institutional ownership* dan *corporate ownership*. Penelitian Ini menunjukkan bahwa *return* saham utama akan meningkat berkaitan dengan peningkatan *dividend yield*. Penelitian ini juga menunjukkan apabila *institutional* dan *corporate ownership* meningkat dan *dividend yield* konstan, maka *return* saham utama mengalami penurunan. Kebijakan dividen menggunakan proksi dividend yield dan nilai perusahaan menggunakan proksi *The risk-adjusted annual return on firm's common stock*. Penelitian oleh [23] menunjukkan kebijakan dividen dengan proksi *dividend payout ratio* dan *dividend yield* memberikan pengaruh yang berbeda terhadap harga saham. *Dividend payout ratio* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap harga saham, sedangkan *dividend yield* mempunyai pengaruh negative terhadap harga saham.Sedangkan [24] penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen yang ditunjukkan dengan proksi *dividend payout ratio* mempunyai korelasi negative yang signifikan terhadap perubahan harga saham. Sedangkan proksi *dividend yield* mempunyai korelasi positif yang signifikan terhadap perubahan harga saham. [25] melihat pengaruh profitabilitas dan *insider ownwership* terhadap nilai perusahaan dengan keputusan kebijakan hutang dan kebijakan dividen sebagai *intervening variable*. Hasil penelitiannya menunjiukkan kebijakan dividen tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen menggunakan proksi *dividend payout ratio* dan nilai perusahaan menggunakan proksi *price to book value*.

Hasil penelitian [20] menunjukkan adanya efek pajak terhadap kebijakan dividen, sehingga kebijakan dividen berpengaruh secara positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya [21] penelitiannya menunjukkan bahwa dividen merupakan subtitusi dari hutang dalam mengurangi *agency cost* pada kebijakan dividen perusahaan yang menggunakan seluruh ekuitas perusahaan. Selanjutnya penelitian ini menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* dan *dividend Yield ratio* untuk perusahaan yang menggunakan ekuitas mempunyai tingkat signifikansi yang lebih tinggi daripada perusahaan yang menggunakan hutang.

2.3 *Investment Opportunity Set* dan Nilai Perusahaan

Penelitian [21] menunjukkan adanya hubungan yang negative antara pertumbuhan (yang diukur dengan IOS) dengan nilai perusahaan, hubungan tersebut diperlemah oleh variable moderasi *corporate governance*. Penelitian yang dilakukan menunjukkan keputusan investasi (baik investasi yang sudah terealisasi maupun kesempatan investasi di masa mendatang) mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian [17] menunjukkan pengaruh investasi pada teknologi informasi adalah meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil ini juga diperkuat oleh Widjanarko (2008) dalam disertasinya menunjukkan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.Selanjutnya disertasi dari Efni (2012) menunjukkan bahwa keputusan investasi mempunyai pengaruh langsung positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Yuliani (2013) dalam disertasinya menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Widjanarko (2008) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Aisjah (2009) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan pada perusahaan diversifikasi related dan *unrelated* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hutchinson dan Gul (2003) penelitiannya menunjukkan adanya hubungan yang negative antara pertumbuhan (yang diukur dengan IOS) dengan nilai perusahaan, hubungan tersebut diperlemah oleh variable moderasi *corporate governance*. Sedangkan penelitian Dehning, Richardson, Stratopoulos (2005) menunjukkan pengaruh investasi pada teknologi informasi adalah meningkatkan nilai perusahaan. Yuliani (2013) dalam disertasinya menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.4 Hipotesis

Hipotesis 1: Peningkatan penggunaan hutang dalam struktur modal, kebijakan dividen dan *investment opportunity set* berpengaruh simultan terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Hipotesis 2: Peningkatan penggunaan hutang dalam struktur modal berpengaruh terhadap menurunkan nilai perusahaan.

Hipotesis 3: Peningkatan pembagian dividen berpengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Hipotesis 4: Peningkatan *investment opportunity set* berpengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan.

3. METODE PENELITIAN

3.1. Jenis Penelitian

Penelitian ini bersifat *positivist paradigm* dan merupakan *confirmatory research* yaitu mengkonfirmasi teori pada obyek penelitian baik untuk eksplanasi maupun prediksi. Penelitian ini adalah penelitian eksplanasi *(explanatory research)*, yaitu penelitian yang bertujuan untuk menguji teori atau hipotesis guna memperkuat atau bahkan menolak teori atau hipotesis hasil penelitian yang sudah ada.

3.2. Populasi, Sampel dan Sampel Penelitian.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan kriteria populasi, jumlah perusahaan yang memenuhi syarat adalah sebanyak 15 perusahaan. Penarikan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling*, dalam hal ini 15 perusahaan tersebut merupakan sampel penelitian *(saturated sampling*).

3.3 Sumber dan Metode Pengumpulan Data

Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini bersumber dari data sekunder. Data sekunder dikumpulkan dari data statistik dengan teknik dokumentasi, yaitu data laporan keuangan dan harga saham yang dipublikasikan oleh PT. Bursa Efek Indonesia dengan periode tahun 2011 sampai dengan 2014.

3.4 Metode Analisis Data

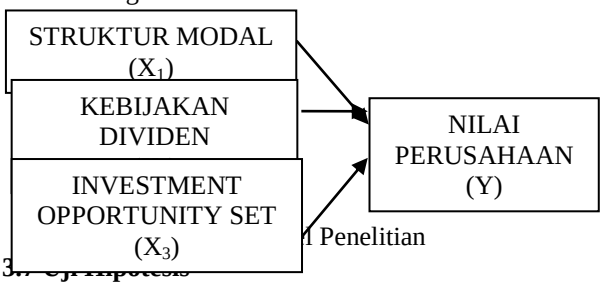
Berdasarkan model konseptual penelitian yang dibuat, maka metode analisis dalam penelitian ini menggunakan regresi linier berganda. Metode analisis ini digunakan karena adanya hubungan beberapa variabel eksogen dengan variabel endogen.

3.5 Identifikasi Pengukuran Variabel

1. Struktur modal (X_1), merupakan *exogoneus variable* yang diukur dengan proksi *long term debt to total assets ratio.*
2. Kebijakan dividen (X_2), merupakan *exogenous variable* yang diukur dengan menggunakan proksi *dividend payout ratio* (DPR).
3. IOS (X_3), merupakan *exogenous variable yang* diukur dengan menggunakan proksi *market to book value of equity* (MVE/BE).
4. Nilai Perusahaa*n* (Y), merupakan *endogenous variable* yang diukur dengan menggunakan proksi *Tobin's Q ratio.*
5.

3.6 Model Penelitian

Berdasarkan tinjauan teoritis dan penelitian sebelumnya, maka model penelitian ini adalah sebagai berikut :



1 Penelitian

3.7 Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis pengaruh langsung dilakukan dengan mengkaji koefisien (*standardized)* dan signifikansi (p) pengaruh langsung secara simultan maupun secara parsial variabel eksogen terhadap variabel endogen.

4. PENGUJIAN HIPOTESIS DAN PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

4.1 Uji Statistik Pengaruh Simultan

Tabel 1. Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.825[a]	.681	.657	2.185632054

a. Predictors: (Constant), IOS, LTDA, DPR

Tabel 2. Anova

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	417.721	3	139.240	29.148	.000[a]
	Residual	195.856	41	4.777		
	Total	613.577	44			

a. Predictors: (Constant), IOS, LTDA, DPR
b. Dependent Variable: TOBINS'Q

Pengaruh variabel struktur modal, kebijakan dividen dan IOS secara simultan terhadap nilai perusahaan, ditunjukkan oleh koefisien determinasi R^2 (*R square)* sebesar 0,681 dengan *p-value* sebesar 0,000 yang lebih kecil dari α = 0,05. Hal ini berarti variabel struktur modal, kebijakan dividen dan IOS berpengaruh secara simultan dan signifikan, yaitu sebesar 0,681 atau 68,1 % terhadap variabel nilai perusahaan. Dengan demikian faktor lainnya yang tidak masuk dalam model adalah sebesar 31,9 %. Keadaan ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi sebesar 68,1 % oleh keputusan struktur modal, kebijakan dividen dan IOS. Sedangkan faktor lainnya di luar model yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah sebesar 31,9 %. Hal ini menunjukkan bahwa faktor keputusan keuangan dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh sebesar 68,1 % terhadap perubahan nilai perusahaan.

4.2 Uji Statistik Pengaruh Parsial.

Tabel 3. Pengaruh Parsial

Model		Unstandardized Coefficients		Stan-dardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	.296	.590		.501	.619
	LTDA	-.472	1.132	-.037	-.417	.679
	DPR	1.414	1.238	.116	1.142	.260
	IOS	.372	.050	.757	7.406	.000

a. Dependent Variable: TOBINS'Q

1. Pengaruh Keputusan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan.

Hasil analisis regresi parsial menunjukkan, pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan tidak signifikan, hal ini ditunjukkan dengan *p-value* sebesar 0,679 yang lebih besar dari α = 0,05 dan *standardized beta* sebesar – 0,037. Dengan demikian struktur modal berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan sebesar - 0,037 terhadap nilai perusahaan. Hasil uji regresi tersebut menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa "Peningkatan penggunaan hutang dalam struktur modal berpengaruh menurunkan nilai perusahaan" tidak terbukti.

Hasil penelitian menunjukkan pengaruh struktur modal mempunyai arah yang negatif terhadap nilai perusahaan, akan tetapi pengaruh tersebut tidak signifikan. Keadaan tersebut menunjukkan bahwa struktur modal tidak relevan dikaitkan dengan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh (1) data struktur modal yang bersifat historis dan (2) adanya perubahan-perubahan harga saham di bursa efek. Dalam hal ini perubahan harga saham tidak mencerminkan perubahan proporsi hutang dalam struktur modal perusahaan. Perubahan struktur modal tidak mempengaruhi persepsi investor dan tidak memberikan sinyal tentang *growth opportunity*, efek *tax deductible expenses* maupun timbulnya *financial risk* yang dianggap mempengaruhi nilai perusahaan.

Peningkatan jumlah hutang yang dianggap memberikan efek *tax deductible expenses* dalam meningkatkan keuntungan, ternyata dalam penelitian ini tidak berkaitan dengan nilai perusahaan. Selain itu penurunan maupun peningkatan penggunaan hutang tidak memberikan sinyal tentang prospek perusahaan (*signaling theory*). Selanjutnya berdasarkan *Static trade-off theory*, peningkatan penggunaan hutang juga tidak memberikan gambaran tentang pertimbangan antara *tax benefit* dan *bankruptcy cost*.

Keputusan manajemen untuk menggunakan hutang adalah dengan tujuan meningkatkan keuntungan (*financial leverage*), dan hal ini berkaitan dengan efek *tax deductble expenses*. Keputusan tersebut menimbulkan adanya *financial risk* yang menggambarkan lebih tingginya risiko keuangan. Sehingga investor akan membandingkan antara *expected return* dengan *financial risk* yang timbul karena penggunaan hutang. Apabila tingkat keuntungan diperkirakan lebih tinggi dari peningkatan risiko, maka investor akan mempunyai persepsi positif terhadap keadaan tersebut, sehingga hal ini dapat meningkatkan harga saham di bursa efek.

Dengan demikian keputusan pendanaan dengan menggunakan hutang tidak berkaitan dengan nilai perusahaan. Perubahan-perubahan struktur modal perusahaan tidak akan mempengaruhi perubahan nilai perusahaan.

2. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan.

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini ditunjukkan dengan *p-value* sebesar 0,260 yang lebih besar dari $\alpha = 0,05$ dan *standardized beta* sebesar 0,116. Dengan demikian kebijakan dividen berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dengan koefisien regresi sebesar 0,116. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa "meningkatnya pembagian dividen berpengaruh meningkatkan nilai perusahaan" tidak terbukti.

Pembagian dividen yang dilakukan perusahaan akan mempertimbangkan tujuan perusahaan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham. Pembagian dividen oleh perusahaan dapat dilakukan dengan asumsi bahwa perusahaan dapat menjaga tingkat hutang yang dapat meningkatkan laba per saham *(earning per share)*. Pembagian dividen dengan proporsi tertentu dapat dilihat sejauh mana implikasi kebijakan tersebut terhadap pemegang saham. Karena pada dasarnya investor mempunyai preferensi yang berbeda dalam menyikapi kebijakan dividen tersebut. Bagaimanapun juga perusahaan dalam menentukan kebijakan dividennya harus mempertimbangkan pengaruh kebijakan tersebut terhadap tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham atau nilai perusahaan.

Pembagian dividen memberikan sinyal tentang keuntungan perusahaan *(Signaling theory)*. Akan tetapi seringkali investor berspekulasi sebelum diumumkannya pembagian dividen, yaitu menentukan harga saham lebih dulu untuk memperoleh keuntungan melalui *capital gains*. Kebijakan dividen yang bersifat historis, bisa saja merupakan informasi tentang *trend* jumlah dividen yang dibagi, akan tetapi informasi ini tidak cukup kuat mempengaruhi investor. Hal ini berkaitan dengan kestabilan pembagian dividen yang diharapkan investor.

Secara rasional perubahan kebijakan dividen tentunya berkaitan dengan perubahan nilai perusahaan. Menurut *signaling theory* pembagian dividen memberikan sinyal tentang keuntungan perusahaan. Akan tetapi seringkali investor berspekulasi sebelum diumumkannya pembagian dividen, yaitu menentukan harga saham lebih dulu untuk memperoleh keuntungan melalui *capital gains*. Kebijakan dividen yang tidak relevan dengan nilai perusahaan juga berkaitan dengan adanya *time lag* antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Kebijakan dividen yang bersifat historis, bisa saja merupakan informasi tentang *trend* jumlah dividen yang dibagi, akan tetapi informasi ini tidak cukup kuat mempengaruhi investor. Hal ini berkaitan dengan kestabilan pembagian dividen yang diharapkan investor. Apakah pembagian dividen sesuai dengan perubahan arus kas perusahaan atau untuk kebutuhan investasi yang lebih menguntungkan. Keputusan manajemen perusahaan tentang seberapa besar uang kas yang didistribusikan kepada pemegang saham berkaitan dengan tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

3. Pengaruh IOS Terhadap Nilai Perusahaan.

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa pengaruh IOS dan nilai perusahaan menunjukkan *p-value* sebesar 0,000 yang lebih kecil dari taraf signifikansi $\alpha = 0,05$ dan *standardized beta* sebesar 0,757. Dengan demikian IOS berpengaruh positif signifikan sebesar 0,757 terhadap nilai perusahaan. Hasil uji statistik regresi ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan "peningkatan IOS berpengaruh meningkatkan nilai perusahaan" terbukti.

Hasil analisis statistik IOS menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini sesuai beberapa penelitian lainnya yang menunjukkan bahwa IOS berhubungan dengan nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan Chung, Wright, dan Charoenwong (1997) menunjukkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi secara positif signifikan bila *investment opportunity* ditindaklanjuti dengan investasi pada teknologi tinggi. Sebaliknya nilai perusahaan akan dipengaruhi secara negatif, apabila IOS diperkirakan buruk di masa mendatang. Akan tetapi penelitian yang dilakukan Hutchinson dan Gul (2003) menunjukkan bahwa potensi pertumbuhan yang diukur dengan IOS, mempunyai hubungan yang negatif dengan nilai perusahaan, karena hal ini diperlemah oleh variabel moderasi *corporate governance*. Selanjutnya Nirwana (2009) dalam disertasinya menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Yuliani (2013) dalam disertasinya menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh yang signifikan IOS terhadap nilai perusahaan disebabkan oleh karena adanya unsur nilai saham dalam perumusan *Tobin's Q*. Harga saham merupakan unsur yang dominan dan mempunyai kecenderungan yang berulang.

Dalam penelitian menunjukkan pertumbuhan perusahaan dan mempunyai relevansi dengan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa IOS yang menggambarkan potensi pertumbuhan mempengaruhi harga saham. Dengan demikian perubahan harga saham yang bersifat berulang pada saat tertentu akan mempengaruhi nilai perusahaan.

5. PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan pembuktian hipotesis dan pembahasan hasil penelitian, maka kesimpulan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa unsure hutang dalam struktur modal tidak memberikan sinyal tentang prospek perusahaan. Struktur modal tidak memberikan efek *tax deductible expenses*. Keputusan penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan tidak memberikan pengaruh terhadap investor.
2. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pembagian dividen tidak memberikan sinyal tentang kondisi laba perusahaan. Hasil penelitian ini juga tidak menunjukkan bahwa investor menyukai pembagian dividen. Sehingga keputusan pembagian dividen tidak memberikan pengaruh terhadap keputusan investor di bursa efek.
3. Pengaruh IOS terhadap nilai perusahaan signifikan, hal ini menunjukkan bahwa investor mempertimbangkan IOS untuk memperhitungkan nilai perusahaan. Dalam hal ini investor bereaksi positif terhadap potensi pertumbuhan yang dimiliki perusahaan. Meningkatnya IOS menunjukkan penilaian pasar yang positif terhadap perusahaan yang ditunjukkan dengan IOS yang menggambarkan peluang-peluang investasi bagi perusahaan.
4.

5.2 Saran

Berdasarkan kesimpulan penelitian, maka saran yang dapat dipertimbangkan adalah sebagai berikut:

1. Manajemen perusahaan diharapkan dapat mempertimbangkan proporsi jumlah hutang yang optimal dalam struktur modal perusahaan. Keputusan pendanaan dengan hutang akan menimbulkan adanya *financial distress* yang peka terhadap perubahan-perubahan kondisi perekonomian. Dengan demikian manajemen perusahaan dapat menyusun kembali struktur modalnya untuk mengurangi kemungkinan terjadinya *financial distress*.
2. Kebijakan dividen harus menggambarkan peningkatan *dividend per share* bagi pemegang saham. Peningkatan *dividend per share* akan dipersepsi oleh investor sebagai peningkatan keuntungan perusahaan. Meskipun hasil penelitian ini menunjukkan pengaruh kebijakan dividen tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, akan tetapi kebijakan dividen yang memprioritaskan kesejahteraan pemegang saham akan direspon positif oleh investor.
3. Besarnya potensi pertumbuhan dan nilai perusahaan ditentukan oleh harga saham. Pragmatisme investor di bursa efek seringkali menjadi argumentasi yang cukup kuat bagi terbentuknya harga pasar saham. Terintegrasinya strategi, tujuan dan kebijakan internal perusahaan dengan prediksi kondisi makro ekonomi dapat memberikan informasi yang memadai bagi investor.

DAFTAR PUSTAKA

[1]. Agrawal, Anup, . Jayaraman, and Narayanan, 1994, The Dividend Policies of All-Equity Firm: A Direct Test of The Free Cash Flow Theory, *Managerial and Decisions Economics*; 15, pp. 139-148.

[2]. Aisjah, Siti, 2009, *Strategi Diversifikasi Korporat, Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia)*, Disertasi Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya.

[3]. Damodaran, Aswath, 1994, *Damodaran on Valuation, Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Inc.

[4]. Dehning, Bruce, Richardson, Vernon J., and Stratopoulos, Theopanis, 2005, Information Technology Investments and Firm Value, *Information & Management*, pp. 989-1008.

[5]. Dhaliwal, Dan, Li, Oliver Zhen, and Trezevant, Robert, 2003, Is a Dividend Tax Penalty Incorporated into the Return on a Firm's Common Stock ?, *Journal of Accounting & Economics 35*, pp 155-178.

[6]. Efni, Yulia, 2012, *Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen: Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan*, Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.

[7]. Fama, Eugene.F., and. French, Keneth.R, 1998, Taxes, Financing Decisions and Firm Value, *The journal of Finance*; Vol. LIII No. 3, June pp. 819-843.

[8]. Gaver, Jennifer J & Gaver, Kenneth M, 1993, Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics* 16 (1-3), 125-160

[9]. Hussainey, Khaled, MgBame, Chijoke Oscar, MgBame, and Aruoriwo M. Chijoke, 2011, Dividend Policy and Share Price Volatility: UK Evidence, *Emerald, The Journal of Risk Finance, Vol 12, No.1, pp 57-68.*

[10]. Hutchinson, Marion, and Gul, Ferdinand A., 2003, Investment Opportunity Set, Corporate Governance Practices and Firm Performance, *Journal of Corporate Finance*, pp. 595-614.

[11]. Ikbal, Muhammad, Sutrisno, dan Djamhuri, Ali, 2011, Pengaruh Profitabilitas dan Kepemilikan *Insider* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen sebagai Variabel *Intervening* (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia, *Simposium Nasional Akuntansi XIV* Aceh 2011.

[12]. Masidonda, Jaelani La, 2013, *Determinan Struktur Modal dan Dampak Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)*, Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang.

[13]. Masulis, Ronald W., 1983, The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates, *The Journal of Finance*, Vol. 38 No. 1, pp. 107-126.

[14]. Myers, Stewart C, 1977, Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implication for Capital Budgeting: Reply *The Journal of Finance*, 32(1): 218-220.

[15]. Nirwana, Andi, 2009, *Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan*, Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang.

[16]. Peterson, Pamela P., and Benesh, Gary A., 1983, A Reexamination of the Empirical Relationship between investment and Financing Decisions, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 18, No. 4, pp. 439-453.

[17]. Smith, Clifford W., Jr., and Watts, Ross L., 1992, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *The Journal of Financial Economics*, pp. 263-292.

[18]. Van Horne, James C., 1997, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Terjemahan, Salemba Empat, Simon & Schuster (Asia Pte), Ltd, Prentice Hall.

[19]. Weston, J Fred, and Copeland, Thomas E., 2010, *Manajemen Keuangan*, Jaka Wasana dan Kibrandoko (Penerjemah), Binarupa Aksara Publisher, Jakarta.

[20]. Widjanarko, Hendro, 2008, *Analisis Kebijakan Pendanaan Perusahaan dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan* (*Studi pada Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)* Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.

[21]. Yuliani, 2013, *Diversifikasi, Investment opportunity set, Dinamika lingkungan dan nilai perusahaan (Studi Empiris Sektor Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)*, Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.