

ANALISIS KEPUTUSAN KEUANGAN DAN NILAI PERUSAHAAN BERDASARKAN TINGKATAN STRUKTUR KEPEMILIKAN

Riko Hendrawan

Abstrak

Manajemen perusahaan melalui peran Chief Financial Officer mempunyai tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dicapai melalui implementasi keputusan keuangan yang terdiri dari financing decision, investment decision dan dividend policy. Penelitian ini menjelaskan pengaruh keputusan keuangan tersebut terhadap nilai perusahaan pada berbagai tingkatan struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan dalam penelitian ini dibagi menjadi dua tingkatan, yaitu dominan (lebih besar dari 25%) dan moderat (5%-25%). Penelitian ini mengambil objek perusahaan industri manufaktur, dimana industri ini merupakan emiten yang paling dominan yang tercatat di PT. Bursa Efek Jakarta,. Adapun metode penelitian yang digunakan adalah metode ex post facto, sedangkan metode analisis yang digunakan adalah metode Regresi Linier Berganda.

Dari hasil penelitian diketahui bahwa pada tingkatan kepemilikan dominan, keputusan keuangan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan pada tingkatan kepemilikan moderat, keputusan keuangan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan temuan ini disarankan bahwa emiten sebaiknya melepas kepemilikan saham lebih dari 25% agar pasar merespon positif sehingga nilai perusahaan meningkat.

Keywords: struktur kepemilikan, keputusan keuangan, nilai perusahaan

I. PENDAHULUAN

Manajemen perusahaan mempunyai tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui implementasi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keuangan dan kebijakan dividen (*Jensen dan Smith 1984; Fama dan French 1998; Brigham & Erhardt; 2002; Van Horne & Wachowicz; 2004; Van Horne; 2001*). Ketiga keputusan keuangan tersebut akan menentukan bagaimana kinerja perusahaan tersebut dalam memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham. 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 peningkatan nilai perusahaan.

Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi. Berdasarkan perkembangan perusahaan pada umumnya dapatlah diketahui bahwa masalah investasi merupakan masalah yang sangat penting. Hal ini menjadi tanggung jawab yang sangat penting bagi manajer keuangan dalam mengambil kebijakan, seperti yang dinyatakan oleh *Jensen dan Meckling (1976)* bahwa kebijakan investasi dapat berperan sebagai mekanisme transmisi antara kepemilikan dan nilai perusahaan. Dalam hal ini berarti investasi dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial yang

pada akhirnya investasi tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan. Setelah keputusan mengenai usulan investasi mana yang akan dijalankan telah ditetapkan, maka kemudian perusahaan harus menentukan dari mana sumber pembiayaannya dan bagaimana bentuk pembiayaannya. Bauran penggunaan sumber pembiayaan disebut dengan struktur modal perusahaan. Dalam perspektif manajerial, keputusan struktur modal tidak hanya menentukan di dalam hubungan *internal* dan *eksternal*, faktor yang pada akhirnya berakibat pada tingkat resiko dan nilai perusahaan, tapi juga pada tujuan perusahaan. Keinginan dan pilihan yang hendak dicapai seorang manajer pun dapat menjadi pertimbangan di dalam menentukan keputusan keuangan. Seorang investor yang menanamkan modalnya pada suatu perusahaan mengharapkan *return* atau keuntungan yang akan diperoleh dari investasi yang ditanamkannya. Keuntungan yang akan diperoleh dari pembelian saham suatu perusahaan yaitu *capital gain* dan dividen. Pembagian dividen sebagian besar dipengaruhi oleh perilaku investor yang lebih memilih dividen tinggi yang mengakibatkan *retained earning* menjadi rendah. Investor beranggapan bahwa dividen yang diterima saat ini lebih berharga dibandingkan *capital gain* yang diperoleh kemudian hari (Blume, 1980). Perilaku investor ini akan mencerminkan persepsi investor terhadap kinerja perusahaan, dan perusahaan yang memiliki kinerja yang baik pada umumnya diartikan investor memiliki nilai perusahaan yang baik pula. Tentunya hal ini dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan pendapat Rozeff 1982 bahwa dividen nampaknya memiliki atau mengandung informasi (*informational content of dividend*) atau sebagai syarat akan prospek perusahaan.

Dalam proses pencapaian memaksimalkan nilai perusahaan akan muncul perbedaan kepentingan diantara manajer dan pemegang saham dalam hal ini sebagai pemilik perusahaan. Tidak jarang pihak manajemen dalam hal ini manajer perusahaan mempunyai tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama perusahaan. Perbedaan kepentingan inilah yang menyebabkan timbulnya konflik yang biasa disebut sebagai *agency conflict*. Distribusi kepemilikan antar kelompok berbeda dapat berdampak pada tingkat keuntungan manajerial yang mana sesudah itu mempunyai implikasi terhadap perilaku manajerial dan pencapaian tujuan perusahaan yang pada akhirnya akan berdampak terhadap nilai perusahaan. Lebih lanjut Moh'd, et al (1998) menyatakan bahwa komposisi kepemilikan saham merupakan faktor penentu struktur modal dalam rangka mengurangi *agency problem* yang berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan.

Dari penjelasan di atas, maka secara implisit menyatakan bahwa karakteristik yang umum pada suatu struktur kepemilikan perusahaan dapat mempengaruhi pencapaian tujuan perusahaan. Dengan demikian, maka struktur kepemilikan perusahaan pun akan mempengaruhi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keuangan dan kebijakan dividen. Namun pada komposisi atau tingkatan struktur kepemilikan yang berbeda, maka akan berbeda pula besarnya pengaruh keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian ini, menggunakan dua tingkatan struktur kepemilikan yaitu pada tingkatan dominan ($\geq 25\%$) dan tingkatan moderat (5-25%), mengacu pada Morck, Shleifer & Vishny (1988).

Pasar modal Indonesia yang dikategorikan sebagai pasar modal yang sedang tumbuh memiliki potensi yang tinggi untuk memberi kontribusi dalam ekonomi Indonesia. PT. Bursa Efek Jakarta sebagai salah satu bursa yang menjadi acuan pasar modal Indonesia memiliki 316 emiten, 53% atau 168 diantaranya adalah Industri Manufaktur. Seperti diketahui bahwa krisis ekonomi Indonesia berdampak pada nilai fundamental perusahaan, khususnya perusahaan yang *listing* di Pasar Modal. Krisis yang terjadi awal tahun 1997 pada dasarnya adalah gagalnya pengelolaan hutang (*financing policy*) yang berimplikasi pada keputusan

investasi (*investment policy*) dan pembagian laba (*dividend policy*), karena ketiga keputusan tersebut saling berhubungan.

Fenomena di atas berimplikasi pada keputusan perusahaan pada sulitnya melakukan investasi baru karena perusahaan akan berkonsentrasi menekan jumlah hutang. Selain itu perusahaan akan sulit menerapkan kebijakan dividen karena memang laba tidak diperoleh atau kecil. Kondisi ini tentu tidak akan memuaskan *stake holders* khususnya para pemegang saham (*share holders*) sebagai pemilik perusahaan (*owners*). Hal ini menjadikan tantangan tersendiri bagi manajemen perusahaan untuk dapat menentukan kebijakan dividen yang memberikan keuntungan kepada investor, disisi lain harus menjalankan perusahaan dengan meningkatkan nilai perusahaannya. Dan struktur kepemilikan dalam perusahaan akan mempengaruhi ketiga keputusan keuangan tersebut di dalam pencapaian tujuan perusahaan di dalam meningkatkan nilai perusahaan.

II. TINJAUAN LITERATUR DAN HIPOTESIS

A. Hubungan Antara *Financing* dengan Kebijakan Dividen

Gordon-Lintner berpendapat, yaitu dividen lebih kecil risikonya daripada *capital gain*, sehingga dividen setelah pajak dan menawarkan *dividen yield* yang lebih tinggi akan meminimumkan biaya modal. 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 memaksimalkan struktur modal perusahaan.

Hubungan antara *leverage* dengan dividen diuji oleh Masulis dan De Angelo (1980) bahwa hutang dan dividen relevan bila terdapat pajak. Koch dan Shenoy (1999) membuktikan bahwa terdapat interdependensi antara kebijakan hutang dengan dividen yang secara signifikan bersama-sama mempengaruhi *future cash flow*. Hartono (2000) menemukan bahwa kebijakan dividen merupakan mekanisme untuk mempengaruhi kebijakan *leverage*. *Pecking order theory* menyatakan bahwa pembayaran dividen yang ditargetkan harus ada (Myers, 1984). *Pecking order theory* menyatakan pembiayaan internal lebih disukai dibanding pembiayaan eksternal dalam membiayai belanja investasi. Peningkatan pembayaran dividen hanya dapat dilakukan ketika seorang manager menyetujui bahwa mereka dapat mengelola kebijakan dividen yang baru di masa yang akan datang. Peningkatan dividen hanya terjadi ketika perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi, yang mana cukup untuk meningkatkan baik laba ditahan dan pembayaran dividen secara serentak. Dampaknya, akan mengurangi struktur modal dan meningkatkan pembayaran dividen. Dengan kata lain, *pecking order theory* memprediksi adanya hubungan negatif antara keputusan pembiayaan dan dividen.

Berbeda dengan teori *pecking order theory*, Frank dan goyal (2000) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan besar akan menambah hutang untuk mendukung pembayaran dividen. Semakin tinggi tingkat hutang semakin banyak dana yang tersedia untuk membayar dividen yang lebih tinggi karena akan memberikan sinyal positif dan menyebabkan nilai perusahaan naik.

H₁ : *Financing* mempunyai hubungan negatif dengan Kebijakan Dividen

B. Hubungan Antara *Financing* dengan Investasi

Interaksi keputusan investasi dengan struktur modal (pendanaan) menyangkut analisis terhadap profitabilitas investasi apabila dibiayai tidak 100% modal sendiri. Dengan adanya pajak dan ketidaksempurnaan pasar modal, maka sumber pendanaan proyek yang berbeda akan membawa dampak terhadap profitabilitas suatu investasi. Menurut Myers (1984); dan Myers & Majluf (1984), dengan asumsi bahwa profitabilitas relative konstan, teori *pecking order* memperkirakan bahwa *good investment* memiliki efek positif terhadap struktur modal (keputusan pendanaan). Hasil penelitian yang konsisten dengan *pecking order theory* dilakukan oleh Titman & Wessel (1985), Baskin (1989), Theis & Klock (1992) yang memperlihatkan bahwa rasio hutang berhubungan terbalik dengan kemampuan laba perusahaan. Temuan ini menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan laba yang lebih baik akan lebih banyak menggunakan dana internal.

Bukti empiris menunjukkan bahwa *capital rationing theory* mempunyai hubungan yang kuat dengan keputusan investasi (Megginson, 1997:284). Sementara *capital rationing theory* menyatakan bahwa keputusan pembiayaan menentukan keputusan investasi, *pecking order theory* menyatakan bahwa keputusan investasi mempengaruhi keputusan pembiayaan (Myers, 1984). Baskin (1989), dan Chang dan Rhee (1990) menemukan bahwa investasi (pertumbuhan) secara positif mempengaruhi keputusan pembiayaan (*debt to assets*). Sementara Adedeji (1998) menyatakan bahwa keputusan pembiayaan mempengaruhi keputusan investasi.

Fama (1978), menyatakan bahwa keputusan investasi merupakan keputusan yang berdiri sendiri. Namun Baskin (1989), dan Mbodja & Mukherjee (1994), mengemukakan adanya ketergantungan antara keputusan investasi dengan keputusan pendanaan (struktur modal). Hal tersebut konsisten dengan penelitian Indari (1996) di Indonesia yang mengemukakan bahwa keputusan investasi tidak berdiri sendiri, akan tetapi ada keterkaitan antara satu keputusan dengan keputusan yang lainnya. Temuan ini menjelaskan keputusan investasi merupakan keputusan dominan yang akan mempengaruhi struktur modal.

H₂ : *Financing* mempunyai hubungan positif dengan *Investasi*

C. Hubungan Antara Kebijakan Dividen dengan Investasi

Dermawan (1997), menyatakan bahwa perusahaan dalam membuat keputusan dividen harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Laba yang diperoleh sebaiknya tidak dibagikan hanya untuk dividen karena sebagian harus disisihkan untuk diinvestasikan. Smith and Watts (1992), hubungan kebijakan investasi dan kebijakan dividen dapat diidentifikasi melalui arus kas perusahaan. Semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, semakin kecil dividen yang diberikan, karena perusahaan bertumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang *free cash flow*-nya rendah. (Jensen 1986 dalam Smith and Watts 1992). Levy dan Sarnat (1990) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki peluang investasi akan lebih memilih pendanaan internal daripada eksternal, karena pendanaan internal lebih murah. Akibatnya, kebijakan dividen lebih menekankan pada pembayaran dividen yang kecil.

Residual theory memprediksi bahwa investasi perusahaan memiliki dampak negatif terhadap keputusan dividen. Perusahaan dengan perkembangan cepat membutuhkan lebih besar dana untuk pelaksanaan investasi. Kebutuhan dana pertama kali dipenuhi dari *internal equity*, karena banyak dana yang dialokasikan *retained earning* maka menyebabkan laba yang dibayarkan untuk dividen semakin berkurang. Barclay (1995) menyatakan bahwa dengan pertumbuhan tinggi memerlukan banyak dana menyebabkan dividen yang dibayarkan menjadi rendah.

Berbeda dengan teori di atas, *signaling theory* yang dikemukakan oleh Ross (1977), Bhattacharya (1979), Aharony & Swary (1980) dan Muller & Rock (1995), menyatakan bahwa peningkatan dividen merupakan sebuah sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, karena meningkatnya dividen diartikan sebagai adanya keuntungan yang akan diperoleh di masa yang akan datang sebagai hasil yang diperoleh dari keputusan investasi yang diambil perusahaan dengan NPV positif. Oleh sebab itu, adanya kesempatan investasi yang menguntungkan perusahaan tinggi tidak selalu diartikan dividen yang dibayarkan akan kecil atau tidak dibayarkan, tetapi dapat diartikan adanya prospek yang menjanjikan di masa yang akan datang untuk dapat membayar dividen yang lebih tinggi.

H₃ : Kebijakan Dividen mempunyai hubungan negatif dengan Investasi

D. Hubungan Antara *Ownership Structure*, *Financing*, Kebijakan Dividen dan Investasi terhadap Nilai Perusahaan.

Setiap perusahaan menginginkan adanya kelangsungan operasinya dan pertumbuhan di masa yang akan datang. Salah satu keputusan penting yang harus dilakukan manajer (keuangan) dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal. Menurut Modigliani & Miller (1963), De Angelo & Masulis (1980), Bradley et al (1984) dan Park & Evan (1996) menyatakan bahwa pendanaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Apabila pendanaan didanai melalui hutang, peningkatan tersebut terjadi akibat dari efek *tax deductible*. Artinya, perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberi manfaat bagi pemegang saham. Selain itu, penggunaan dana eksternal akan menambah pendapatan perusahaan yang nantinya akan digunakan untuk kegiatan investasi yang menguntungkan bagi perusahaan.

Persoalan mengenai investasi berhubungan dengan masalah sumber dana untuk investasi, umur ekonomis dari investasi tersebut, dan yang paling penting adalah mengenai *expected return* dari investasi tersebut. Setiap perusahaan tentunya tidak ingin dana atau modal yang dimiliki terbuang percuma tanpa mendapatkan hal yang sesuai dengan yang diharapkan. Sehingga kebijakan mengenai investasi sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Jika salah dalam mengambil kebijakan dalam investasi maka akan mengakibatkan kinerja menurun. Investasi yang dilakukan perusahaan pada dasarnya adalah untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan mencapai tujuan perusahaan di dalam mensejahterakan para pemegang saham sehingga nilai perusahaan dapat meningkat.

Untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham atau nilai perusahaan, manajer akan mengambil keputusan (*corporate action*) sesuai dengan apa yang menurut manajer benar, salah satunya dengan membagikan dividen atau menahan laba. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula dan pada akhirnya perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula. Persepsi investor tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Penjelasan di atas mengindikasikan bahwa setiap keputusan keuangan perusahaan yang diambil oleh manajer akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian ini, ukuran nilai perusahaan dibentuk melalui pendekatan ekuitas. Menurut pendekatan ekuitas, nilai perusahaan adalah nilai pasar ekuitas, yaitu jumlah ekuitas yang beredar dikali dengan harga pasar (*closing price*) pada setiap akhir tahun buku. Indikator dari variabel nilai perusahaan, menurut pendekatan ekuitas, adalah *market value of equity* (MVE), yaitu logaritma dari nilai pasar ekuitas.

Pada penelitian ini, struktur kepemilikan yang digunakan adalah persentase kepemilikan saham oleh publik. Penelitian ini tidak menggunakan kepemilikan managerial (*managerial ownership*) sebagai penentu *ownership structure* dikarenakan sudah banyak peneliti terdahulu yang menggunakan kepemilikan manajerial sebagai penentu *ownership*. Selain itu, tingkat kepemilikan saham oleh publik akan menyebabkan pengawasan yang lebih besar oleh investor terhadap kinerja manajemen perusahaan sehingga manajemen tidak akan bertindak seenaknya (*oportunistik*) karena tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan dengan meningkatkan kesejahteraan para investor atau pemegang saham. Apabila tujuan tersebut diselewengkan, maka akan berdampak terhadap nilai perusahaan. Ini akan mendorong manajer untuk melaksanakan keputusan keuangan (keputusan pendanaan, kebijakan dividen dan keputusan investasi) dengan hati-hati dan tepat agar penilaian investor terhadap kinerja perusahaan menjadi baik.

Namun permasalahannya, pada tingkatan struktur kepemilikan yang mana ketiga keputusan keuangan tersebut akan lebih berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Apakah pada tingkatan kepemilikan yang dominan ($\geq 25\%$) atau pada tingkatan kepemilikan yang moderat (5%-25%), mengacu pada *Morck, Shleifer & Vishny* (1988).. Hal ini tentunya akan memberikan hasil yang berbeda. Oleh karena itu, peneliti memberikan dua hipotesis :

H₄ : Pada tingkatan kepemilikan dominan, keputusan keuangan perusahaan secara signifikan berpengaruh terhadap MVE

H₅ : Pada tingkatan kepemilikan moderat, keputusan keuangan perusahaan secara signifikan berpengaruh terhadap MVE

III. METODE PENELITIAN

1. Data dan Sampel

Data yang digunakan dalam studi ini terdiri dari 10 tahun pada perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam sektor industri manufaktur di Indonesia dari tahun 1994 hingga tahun 2003, yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*. Cara penarikan sampel dilakukan melalui *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling* yaitu pemilihan sampel dengan mendasarkan pada kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan adalah : (1) Perusahaan yang termasuk ke dalam industri manufaktur yang listing di BEJ selama periode penelitian yaitu dari tahun 1994-2003. (2) Perusahaan-perusahaan tersebut selalu terdaftar dalam *Indonesian Capital Market Directory* selama periode penelitian. Setelah dilakukan pemilihan sampel menurut kriteria dia atas, maka terdapat 90 perusahaan yang lolos dalam kriteria. Namun, sample ini kan diuji kembali melalui uji normalitas dengan menggunakan *casewise diagnostic* yang akan menghilangkan perusahaan yang memiliki data yang tidak relevan.

2. Variabel

Penelitian ini mengikuti studi sebelumnya dalam mengukur variabel dependen dan independen. Namun pada penelitian ini, dibagi menjadi dua panel, yaitu menguji keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan pada tingkatan struktur kepemilikan yang dominant dan yang moderat. Pada tabel 1 akan dijelaskan perhitungan operasional untuk variable dependen dan independent.

Tabel 1
Perhitungan Operasional untuk Variabel Independen dan Dependen

Simbol	Atribut	Perhitungan	Variabel
--------	---------	-------------	----------

Z	MVE	$\frac{\sum \text{sahamberedar} \times \text{closing price}}{\text{totalequitas}}$	Dependen
Y ₁	Financing	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$	Independen
Y ₂	DPR	$\frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$	Independen
Y ₃	Investasi	$\frac{\text{Total Asset} - \text{Total Asset}_{t-1}}{\text{Total Asset}_{t-1}}$	Independen

Penelitian ini menggunakan *Market Value of Equity* (MVE) sebagai indikator nilai perusahaan. Nilai MVE ini dibentuk dari perkalian jumlah saham yang beredar dengan harga penutupan saham kemudian dibagi dengan total equitas perusahaan. Adapun alasan MVE dijadikan sebagai nilai perusahaan pada penelitian ini dikarenakan pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Iswahyuni dan Suryanto (2002) telah membuktikan bahwa MVE layak disebut predictor pertumbuhan perusahaan karena pasar percaya bahwa nilai pasar perusahaan tersebut lebih besar dari nilai bukunya.

Variabel *financing* diukur dengan membagi jumlah hutang dengan *equity*. Rasio ini digunakan untuk menggambarkan rasio hutang perusahaan. Penggunaan pembiayaan eksternal (hutang) dalam mengukur keputusan pendanaan perusahaan karena melihat kegagalan perusahaan sektor manufaktur didalam mengelola hutang pada masa krisis tahun 1997. *Debt ratio* pun digunakan beberapa peneliti untuk mengukur keputusan pembiayaan perusahaan, diantaranya penelitian Agrawal dan Mandeklar (1987), Faisal (2003).

Variabel kebijakan dividen dalam penelitian ini menyangkut kebijakan perusahaan yang berhubungan dengan penentuan persentase laba bersih perusahaan yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham dalam hal ini adalah *Dividend Payout Ratio*. Penelitian terdahulu banyak yang menggunakan *Dividend Payout Ratio* sebagai penentu kebijakan dividen dibandingkan dengan *Dividend Yield*, seperti penelitian Rozeff (1982), Sutrisno (2001), Yuniningsih (2002), Faisal (2003), dan Sri Hasnawati (2005)

Total assets growth digunakan untuk mengukur investasi perusahaan dengan mengurangi total assets tahun berjalan dikurangi total assets tahun sebelumnya dan dibagi dengan total assets tahun sebelumnya. Untuk melakukan investasi, kondisi assets perusahaan dari tahun ke tahun harus mendukung yaitu dengan semakin membaiknya pertumbuhan total assets perusahaan.

3. Model Penelitian

Metode penelitian yang digunakan adalah metode *ex post facto*, sedangkan metode analisis yang digunakan adalah regresi bertahap dengan metode Regresi Linier Berganda. Model meliputi dua persamaan, yang mana merepresentasikan fungsi nilai perusahaan pada tingkatan struktu kepemilikan dominan (persamaan [1]), dan fungsi nilai perusahaan pada tingkatan struktu kepemilikan moderat (persamaan [2]).

▪ **Persamaan [1] :**

$$Y = \beta_{10} + \beta_{11}X_1 + \beta_{12}X_2 + \beta_{13}X_3 + \varepsilon_1 \quad (1)$$

▪ **Persamaan [2] :**

$$Y = \beta_{20} + \beta_{21}X_1 + \beta_{22}X_2 + \beta_{23}X_3 + \varepsilon_2 \quad (2)$$

Dimana : $Y = \text{Market Value of Equity (MVE)}$; $X_1 = \text{Financing}$; $X_2 = \text{Dividend Payout Ratio (DPR)}$; dan $X_3 = \text{Investasi}$.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Analisis Deskriptif

Table 2 menunjukkan gambaran dari variabel pada tingkatan kepemilikan dominan ($\geq 25\%$) dan moderat (5%-25%). Data dalam dua tingkatan jelas berbeda. Hal ini menunjukkan bahwa pada tingkat kepemilikan yang berbeda, maka keputusan keuangan perusahaan akan berbeda.

Table 2
Deskripsi Variabel

Variabel	Tingkatan Dominan ($\geq 25\%$)		Tingkatan Moderat (5%-25%)	
	Mean	Stdev	Mean	Stdev
MVE	1.81	3.91	1.64	1.279
Financing	11.28	53.78	3.10	4.262
Dividen	21.04	20.46	24.92	34.30
Investasi	0.30	0.29	0.20	0.088

Keterangan : $Y = \text{Market Value of Equity (MVE)}$; $X_1 = \text{Financing}$; $X_2 = \text{Dividend Payout Ratio (DPR)}$; dan $X_3 = \text{Investasi}$

Mean MVE perusahaan-perusahaan pada tingkatan kepemilikan dominan mencapai 1.81. Namun pada perusahaan-perusahaan yang berada pada tingkatan kepemilikan moderat sedikit lebih kecil yaitu sebesar 1.64. Ini berarti nilai perusahaan pada tingkatan kepemilikan dominan lebih baik daripada nilai perusahaan pada tingkatan kepemilikan moderat.

Mean financing perusahaan-perusahaan pada tingkatan kepemilikan dominan mencapai 11.28. Namun pada perusahaan-perusahaan yang berada pada tingkatan kepemilikan moderat jauh lebih kecil yaitu sebesar 3.10. Hal ini berarti perusahaan-perusahaan yang menyebar sahamnya ke publik dalam jumlah yang besar cenderung lebih banyak menggunakan pembiayaan dari hutang untuk memberikan pendapatan berupa dividen kepada para pemilik saham tersebut.

Mean dividen perusahaan-perusahaan pada tingkatan kepemilikan dominan mencapai 21.04. Berbeda dengan dua variabel sebelumnya, mean dividen perusahaan-perusahaan pada tingkatan kepemilikan moderat justru menunjukkan nilai yang lebih besar yaitu sebesar 24.92. Hal ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan-perusahaan pada tingkatan kepemilikan dominan, manajemen cenderung membagikan dividen dalam jumlah yang kecil dikarenakan manajemen lebih memprioritaskan penggunaan laba perusahaan untuk pertumbuhan perusahaan diantaranya dengan melakukan investasi.

Dan *mean investasi* perusahaan-perusahaan pada tingkatan kepemilikan dominan mencapai 0.30. Namun pada perusahaan-perusahaan yang berada pada tingkatan kepemilikan moderat sedikit lebih kecil yaitu sebesar 0.20. Hal ini mengindikasikan pada perusahaan-perusahaan pada tingkatan kepemilikan dominan lebih banyak menggunakan laba perusahaan untuk investasi untuk pertumbuhan di masa yang akan datang dan keuntungan dari kegiatan investasi ini dapat digunakan untuk pembayaran dividen para pemilik saham.

Korelasi atau Hubungan Diantara Keputusan Keuangan

Pada tabel 3 ditunjukkan hubungan antar variabel independen atau korelasi antar keputusan keuangan, baik pada tingkatan struktur kepemilikan dominan maupun pada tingkatan struktur kepemilikan moderat.

Tabel 3
Korelasi Diantara Keputusan Keuangan

Tingkatan dominant ($\geq 25\%$)				Tingkatan moderat (5%-25%)			
VARIABEL	Financ	Dividen	Invest	VARIABEL	Financ	Dividen	Invest
<i>Financing</i>	1	-0.097	-0.069	<i>Financing</i>	1	-0.126	0.205
Dividen	-0.097	1	-0.075	Dividen	0.126	1	-0.007
Investasi	-0.069	-0.075	1	Investasi	0.205	-0.007	1

Tabel 3 menunjukkan besarnya korelasi diantara variabel independen atau keputusan keuangan. Pada tingkatan kepemilikan dominan maupun moderat, *financing* mempunyai korelasi negatif dengan Dividen. Namun besarnya korelasi diantara kedua variabel berbeda. Pada tingkatan kepemilikan dominan, korelasi antara *financing* dan dividen sebesar 9.7%. Sedangkan pada tingkatan kepemilikan moderat, korelasi sebesar 12,6%. Pada tingkatan kepemilikan dominan, *financing* mempunyai korelasi negatif dengan Investasi sebesar 6.9%. Berbeda pada tingkatan kepemilikan dominan, *financing* mempunyai korelasi positif dengan investasi sebesar 20.5%. Pada tingkatan kepemilikan dominan maupun moderat, dividen mempunyai korelasi negatif dengan Investasi. Namun besarnya korelasi diantara kedua variabel berbeda. Pada tingkatan kepemilikan dominan, korelasi antara dividen dan investasi sebesar 7.5%. Sedangkan pada tingkatan kepemilikan moderat, korelasi sebesar 0.7%.

Persamaan Regresi

Tabel 4 menunjukkan hasil ringkas persamaan regresi bertahap berdasarkan pada metode *ex post facto* Sesuai dengan tujuan penelitian yaitu untuk mengetahui pengaruh keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan berdasarkan tingkatan struktur kepemilikan, maka keempat persamaan tersebut akan dibagi menjadi dua bagian, yaitu bagian pertama persamaan regresi pada tingkatan dominant ($\geq 25\%$) dan bagian kedua persamaan regresi pada tingkatan moderat (5%-25%).

Tabel 4

Model Persamaan dari Keputusan Investasi, Pembiayaan, Dividen, dan Nilai Perusahaan menggunakan Regresi Berganda Pada Tingkatan kepemilikan dominant ($\geq 25\%$) dan tingkatan kepemilikan moderat (5%-25%)

Variabel	Tingkatan dominant ($\geq 25\%$)				Tingkatan moderat (5%-25%)			
	Coef.	Sig.t	t value	VIF	Coef.	Sig.t	t value	VIF
Constant	0.621	0.003	3.146	-	1.271	0.050	2.035	-
FINAN	0.072	0.000	36.524	1.019	2.189E-02	0.692	0.400	1.055
DPR	0.016	0.004	3.058	1.017	-1.54E-02	0.982	-0.023	1.031
INVEST	0.144	0.702	0.385	1.010	1.504	0.576	0.565	0.60
R = 0.985 ; Adj R = 0,968					R = 0.139 ;Adj R = 0.019 ;			

Tabel 4 menunjukkan hasil analisis dengan menggunakan *multiple regression* berdasarkan pada metode *ex post facto*. Peneliti juga melakukan analisis berdasarkan tingkatan struktur kepemilikan. Dan hasil diantara kedua tingkatan tersebut sungguh berbeda.

Pada tingkatan kepemilikan dominant, variabel *financing* secara signifikan berpengaruh positif terhadap MVE dengan koefisien sebesar 0.072 hal ini sesuai dengan penelitian Sri Hasnawati (2005) bahwa *financing* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Modigliani Miller (1963), De Angelo&Masulis (1980), Masulis (1980), Bradley et al (1984), dan Park&Evan (1996) yang mengatakan bahwa keputusan pendanaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini berhubungan dengan *signaling theory*, peningkatan hutang dapat diartikan pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya di masa yang akan datang atau risiko bisnis yang rendah (Brigham et al ; 1999), sehingga penambahan hutang telah memberikan sinyal positif. Selain itu, fakta yang terjadi di industri manufaktur selama periode penelitian, pendanaan perusahaan dengan menggunakan hutang semakin meningkat dari tahun ke tahun. Namun pada tingkatan kepemilikan moderat, *financing* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap MVE.

Variabel DPR secara signifikan berpengaruh positif terhadap MVE pada tingkatan kepemilikan dominant dengan koefisien sebesar 0.016. Hal ini sesuai dengan penelitian Sri Hasnawati (2005). Hasil ini mendukung *Bird in The Hand Theory* yang menyatakan investor lebih menyukai dividen dibandingkan dengan capital gain karena memiliki kepastian yang tinggi, sehingga hal ini akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan pendapat Rozeff (1982) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen berisi informasi atau isyarat tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Namun berbeda pada tingkatan kepemilikan moderat, DPR tidak berpengaruh secara signifikan terhadap MVE.

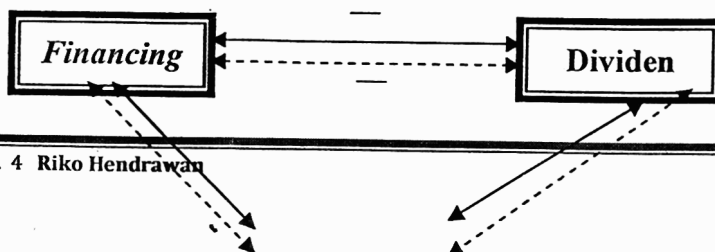
Berbeda dengan hasil kedua variabel di atas, variabel investasi, baik pada tingkatan kepemilikan dominant dan tingkatan kepemilikan moderat tidak berpengaruh secara signifikan terhadap MVE.

V. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

Korelasi diantara ketiga keputusan keuangan pada tingkatan struktur kepemilikan dominan menunjukkan bahwa *financing*, DPR dan investasi memiliki korelasi negatif satu dengan yang lainnya. Pada tingkatan kepemilikan moderat, *financing* berkorelasi negatif dengan dividen, dan *financing* berkorelasi positif dengan investasi. Selanjutnya, dividen memiliki korelasi negatif dengan investasi. Paradigma hubungan diantara ketiga keputusan keuangan tersebut dapat digambarkan sebagai berikut :

Gambar 1
Korelasi Diantara Keputusan Keuangan



Investasi

←————→ Tingkatan Dominan
←-----→ Tingkatan Moderat

Hasil secara simultan menunjukkan bahwa pada struktur kepemilikan dominan, keputusan keuangan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan nilai R sebesar 0.985 dan nilai adjusted R square sebesar 0.969. Hal ini dapat diartikan bahwa nilai perusahaan secara bersama-sama dipengaruhi oleh keputusan pendanaan, kebijakan dividen dan keputusan investasi sebesar 96,9%. Sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor-faktor lain. Sedangkan pada struktur kepemilikan moderat, keputusan keuangan secara bersama tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil secara parsial, keputusan keuangan yang berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan hanya variabel keputusan pendanaan (*financing*) dan kebijakan dividen. *Financing* memiliki koefisien positif, artinya semakin banyak perusahaan menggunakan pendanaan, maka akan semakin meningkatkan nilai perusahaan. Sama halnya dengan *financing*, DPR memiliki koefisien positif, artinya semakin proporsi DPR, maka akan semakin meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan pada struktur kepemilikan moderat, secara parsial tidak ada satupun variabel yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hasil di atas menunjukkan bahwa keputusan keuangan perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan hanya pada tingkatan kepemilikan dominan. Sedangkan pada tingkatan kepemilikan moderat, keputusan keuangan secara signifikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan sebaiknya melepaskan sahamnya ke publik sehingga kepemilikan perusahaan banyak dipegang oleh publik. Kepemilikan saham oleh publik ini dapat meningkatkan kinerja manajemen perusahaan karena investor sebagai pemilik perusahaan akan banyak mengontrol kinerja manajemen dan meminimalisasi bahkan menghilangkan tindakan oportunistik manajer di dalam perusahaan. Selain itu, apabila dihubungkan dengan tujuan perusahaan, maka manajer akan lebih memaksimalkan tugasnya di dalam meningkatkan nilai perusahaan melalui kesejahteraan para pemegang saham.

Penelitian ini mempunyai beberapa kelemahan yang dapat dijadikan gambaran untuk penelitian berikutnya, yaitu : (1) Periode penelitian hanya dilakukan sampai tahun 2003, selanjutnya dapat diteliti pada tahun-tahun terbaru seperti tahun 2004-2006; (2) Variabel nilai perusahaan yang digunakan adalah *Market Value of Equity* (MVE), perlu dilakukan penelitian menggunakan variabel nilai perusahaan yang lain, seperti MBR, *closing price*, dan sebagainya ; (3) Penelitian mengenai nilai perusahaan hendaknya tidak hanya dilakukan menggunakan analisis fundamentalnya saja, ada baiknya memasukan variabel makro atau moneter karena faktor-faktor ini pengaruhnya sangat besar terhadap operasi perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A., 1998, "Does The Pecking Order Hypothesis explain the Dividend Payout Ratio of Firm in The UK", *Journal of Business Finance & Accounting*, No.25, pp 1127-1155.
- Aharony, J & Swary, I, 1980, "Quarterly Dividend and Earnings Announcement & Stockholders Return : An Empirical Analysis ", *Journal of Finance*, March, pp 1-12.
- Barclay, Michael J ; Clifford W. Smith Jr ; Ross L Watts, 1998, "The Determinations of Corporate Leverage and Dividend Policies, dalam *The New Corporate Finance*, 1999, two edition., Irwin Mc Graw-Hill, Malaysia.
- Baskin, J., 1989, "An Empirical Investigation of Pecking Order Hypothesis", *Financial Management*, Spring, pp 26-35.
- Bhattacharya. S, 1979, "Imperfect Information, Dividend Policy and The Bird in The Hand", *Journal of Economics* (Spring)., 259-270.
- De Angelo, H&R. W Masulis, 1980a, "Leverage and Dividend Policy Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Finance*, 35 (2), May, pp 453-464.
- Dermawan, E.S., 1997, "Faktor-faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen Pada Perusahaan-Perusahaan Yang Go Public Di Bursa Efek Jakarta Tahun 1994", *Tesis S2, MSi*, UGM.
- Fama, Eugene F & French, Kenneth R., 1998, "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value", *The Journal of Finance* Vol. LIII No.3, June, pp 819-843.
- Hasnawati, Sri, 2005, "Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di BEJ", *Usahawan No.09* Tahun XXXIV September 2005, pp 33-41.
- Jensen, Michael & Cliffort Smith (1985), "Stockholder, Manager and Credit Interests: Applications of Agency Theory, " in *Altman and Subrahmanyam, eds, Recent Advances in Corporate Finance*, Homeword : Richard Irwin.
- Jensen, Michael C, 1986,. Agency Cost of Free cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76 (2), 323-329.
- Jensen, Michael C & Meckling, William H., 1976, "Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No.4, October, pp 305-360.

Naaro, Hermeindito, 2003, "Simultaneous Analysis of Corporate Investment, Dividend and Finance: Empirical Evidence under Uncertainty", *The Journal of Accounting, Management, and Economics Research*, Vol.3 No.1 February 2003, pp 1-17.

Masulis, Ronald W., 1980, "The Effect of Capital Structure Change on Security Prices : A Study of Exchange offers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 8 No.2 June, pp 139-178.

Mbodja, M & Mukherjee Tarunk, 1994, "An Investigation Into Causality Among Firm' Dividend, Investment & Financing Decision", *Journal of Financial Research*, pp 517-530.

Miller, M.H & Modigliani, F., 1961, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, October 411-433.

Miller, M&Rock, K., 1985, "Dividend Policy Under Asymmetric Information" *Journal of Finance*, pp 1031-1051.

Myers, S. C., 1984, "Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39 (3), July, pp 575-592.

Myers, S. C&N.S Majluf., 1984, "Corporate Financing & Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, pp 187-221.

Myers, Stewart C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, No.5, pp 147-155.

Moh'd, M.A., Perry, L.G., and Rimbey, J.M., 1995, "An Investigation of Dynamic Relation Between Theory and Dividend", *The Financial Review*, Vol.30, No.2 May.

Monk., R, Scheifer, A dan Vishny, R, 1988, "Management Ownership and Market Valuation An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*.

Park, Kwang Woo&Evans, John., 2004, "Firm Value Free Cash Flow and Financing Decision : Evidence from Japan", *Working Papers, University of Illinois Urbana-Champaign and Curtin University of Technology of Australia*.

Rozeff, Michael S, 1982, "Growth, Beta & Agency Cost as Determinant of Dividend Pay out Ratios", *Journal of Financial Research*, 5, pp 249-249.

Ross, S.A., 1977. "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach", *Journal of Economics*, Spring, 8, pp 23-40.

Smith, Jr.C.W&Watts., R L., 1992 "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation policies," *The Journal of Financial Economics*, December, pp 263-292.

Titman, S&Wessels, R., 1985, 1988, "The Determinans of Capital Structure Choice," *The Journal of Finance*. Vol. XLIII, No.1. March, pp 3-19

Wijaya, M.E., 2001, "Pengujian Empiris Prediksi Pecking Order Theory dan Tradeoff Teori Mengenai Leverage", *Thesis MSi (Tidak Publikasi)*, UGM.



Lampiran
Struktur Kepemilikan Dominan (?25%)

NO	EMITEN	NO	EMITEN
1	Semen Cibinong Tbk.	27	PT Eratex Djaja Tbk
2	Semen Gresik Tbk.	28	PT. Indorama Syntetics Tbk
3	Citra Tubindo Tbk.	29	PT Karwell Indonesia
4	Indal Aluminium Industry Tbk.	30	PT Pan Brothers Tex Tbk
5	Lion Metal Works. Tbk.	31	PT Panasia Indosyntec Tbk
6	Budi Acid Jaya Tbk.	32	PT Roda Vivatex Tbk
7	Ekadharna Tape Ind Tbk.	33	PT Sarasa Nugraha Tbk
8	Sorini Corporation Tbk.	34	PT GT Kabel Indonesia Tbk
9	Unggul Indah Cahaya Tbk.	35	PT Sucaco Tbk
10	Berlina Tbk.	36	PT Voksel Electric Tbk
11	Dynaplast Tbk.	37	Ades Alfindo Putra Setia
12	Kageo Igar Jaya Tbk.	38	Indofood Sukses Makmur
13	Siwani Makmur Tbk.	39	Mayora Indah
14	Trias Sentosa Tbk.	40	Prasidha Anck Niaga
15	JAPFA Tbk.	41	Sekar Laut
16	Daya Sakti Unggul Corporation Tbk.	42	SMART
17	Surya Dumai Industri Tbk.	43	Suba Indah
18	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.	44	Ultra Jaya Milk
19	Surabaya Agung Industry Pulp, Tbk.	45	H.M. Sampoerna
20	Suparma Tbk.	46	Darya Varia Laboratories
21	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.	47	Kalbe Farma
22	PT Astra International Tbk	48	Mandom Indonesia
23	PT Gajah Tunggal Tbk	49	Cahaya Kalbar
24	PT Nipress Tbk	50	Siantar Top

Struktur Kepemilikan Moderat (5%25%)

NO	EMTEN	NO	EMTEN
1	Indocement Tunggak Prakasa Tbk	21	PT Iki Indah Kabel Indonesia
2	Asahimas Flat Glass Tbk	22	PT. Teijin Indonesia Fiber Corporation (TIFICO)
3	Alumindo Light Metal Industry Tbk	23	PT. Indospring Tbk
4	Jaya Pari Steel Corp. Tbk	24	Aqua Golden Mississippi
5	Pelangi Indah Caringin Tbk	25	Davomas Abadi
6	Intarwijaya Internasional Tbk	26	Delta Jakarta
7	Argha Karya Prima Inds Tbk	27	Fast Food Indonesia
8	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	28	Multi Bintang Indonesia
9	CP. Prima Tbk	29	Pioneerindo Gourmet Int.
10	Barito Pasifik Timber Tbk	30	Sari Husada
11	Sumalindo Lestari Jaya Tbk	31	BAT Indonesia
12	Fajar Surya Wisesa Tbk	32	Gudang Garam
13	PT Kematsu Indonesia Tbk	33	Dankos Laboratories
14	PT Goodyear Indonesia Tbk	34	Merck Indonesia
15	PT Prima Alloy Steel Universal Tbk	35	Schering-Plough Indonesia
16	PT Ever Shine Textile Indonesia Tbk	36	Tempo Scan Pacific
17	PT Texmaco Jaya Tbk	37	PT Kedaung Indah Gan
18	PT Sepatu Bata Tbk	38	Unilever Indonesia
19	PT Jentlo Cable Company Tbk	39	Squib Indonesia