

PENINGKATAN NILAI PERUSAHAAN BERBASIS *THEORY OF FIRM DAN AGENCY THEORY*

Wahyu Setiawan

Ibnu Khajar

Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi

Universitas Islam Sultan Agung

wahyusetiawan@unissula.ac.id

ibnukhajar@unissula.ac.id

Abstract

The optimization of shareholder wealth based on the theory of firm and agency theory through investment, funding and dividend decisions has various empirical supports. This model is interesting to be examined in Indonesian companies. The study aims to examine the model for the case in Indonesia with a sample of 18 companies listed on IDX which are members of the LQ-45 index for the 2016-2019 period which were selected by purposive sampling. The research applied panel data regression analysis using the evIEWS-9 program to answer its objectives. The results show that investment decisions have a significant positive effect, funding decisions have a significant negative effect and dividend decisions have an insignificant negative effect on firm value.

Keywords: *investment decision, dividend decision, financial decision, firm value, corporate governance*

Abstrak

Optimalisasi kekayaan pemegang saham berdasarkan teori firm dan agency theory melalui keputusan investasi, pendanaan dan dividen memiliki berbagai dukungan empiris. Model ini menarik untuk diteliti pada perusahaan Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk menguji model untuk kasus di Indonesia dengan sampel 18 perusahaan yang terdaftar di BEI yang tergabung dalam Indeks LQ-45 periode 2016-2019 yang dipilih secara purposive sampling. Penelitian menggunakan analisis regresi data panel menggunakan program evIEWS-9 untuk menjawab tujuannya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan, keputusan pendanaan berpengaruh negatif signifikan dan keputusan dividen berpengaruh negatif tidak signifikan pada nilai perusahaan.

Kata kunci: keputusan investasi, keputusan dividen, keputusan keuangan, nilai perusahaan, perusahaan pemerintahan.

PENDAHULUAN

Theory of firm dan finance of corporate menyatakan bahwa maksimisasi kekayaan para pemegang saham menjadi tujuan utama yang dapat dicapai melalui tiga keputusan penting yaitu investasi, pendanaan dan

dividen (Jensen and Meckling 1976; Skomp 1990; Cohen and Yagil 2007; Kengatharan, 2010). Maksimisasi nilai perusahaan dianalogikan sebagai kekayaan para pemegang saham yang nilainya merupakan hasil kali antara harga saham dengan jumlah

saham beredar adalah menjadi tujuan utama perusahaan (Mohamed Nurullah and Kengatharan 2015; Kierulff and Learned 2009). Harga pasar saham merupakan indikator penting (Isshaq et al. 2009), yang nilainya selalu berfluktuasi akibat faktor fundamental dan makro perusahaan.

Keputusan investasi merupakan tindakan perusahaan untuk membelanjakan dananya kedalam beberapa aset baik bersifat tetap maupun lancar. Aset yang dibeli disesuaikan dengan karakteristik usahanya, sehingga perusahaan dapat menjalankan kegiatan usahanya untuk menghasilkan barang ataupun jasa sesuai visi dan misinya. Keputusan investasi baik pada aktiva tetap ataupun lancar dapat menciptakan keuntungan yang pada akhirnya dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Azmat 2014; Isshaq et al. 2009; Wasiuzzaman 2015).

Keputusan pendanaan merupakan aktivitas perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan untuk keputusan investasi. Terdapat banyak pilihan untuk memperoleh sumber pendanaan baik yang berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan. Keduanya berkonsekuensi secara berbeda, selanjutnya akan dipilih sumber pendanaan yang terbaik dan berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan (Liang et al. 2011; Isshaq et al. 2009).

Corporate governance meliputi dimensi internal dan eksternal seperti struktur dewan komisaris, kepemilikan, keputusan pendanaan dan kualitas audit (Haat et al. 2008). Keputusan pendanaan khususnya hutang memiliki aspek eksternal *corporate governance*. Keputusan pendanaan berbasis *agency theory* dalam arti penggunaan hutang bisa memotivasi manajemen berperilaku untuk mencapai hasil yang sejajar dengan para pemegang saham yaitu maksimisasi kekayaan para pemegang saham. Posisi manajemen dapat terancam jika perusahaan mempunyai kinerja yang buruk sehingga tidak bisa melayani dengan baik kepada kreditur, akibat terburuk bisa

dibangkrutkannya perusahaan karena tidak bisa membayar bunga pinjaman dan melunasi hutang sehingga mereka bisa kehilangan pekerjaan dan masa depannya. Penggunaan hutang bisa meredam tindakan agensi problem, mengurangi tindakan dan aksi yang tidak menambah nilai perusahaan (Asante-darko et al. 2018). Penggunaan hutang merupakan mekanisme *corporate governance* secara eksternal, dimana kreditur dapat mengikat manajemen dengan kesepakatan untuk melunasi pembayaran bunga pinjaman serta pelunasan prinsipal. Kecenderungan meredam agensi problem karena ada sinyal kesanggupan perusahaan dimonitor oleh kreditur (Haat et al. 2008).

Kebijakan dividen sangat terkait dengan sumber pendanaan, karena keuntungan perusahaan publik didistribusikan ke dalam pembayaran dividen dan laba ditahan untuk menambah modal perusahaan (sumber dana internal). Semakin besar dividen yang dibayarkan semakin kecil dana yang ditahan dan semakin kecil sumber dana internal perusahaan. Akibatnya perusahaan harus mencari sumber dana eksternal ketika kebutuhan dana tidak tercukupi. Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) akan membuat keputusan dividen yang menguntungkan perusahaan dan dapat meningkatkan nilai perusahaan (Ibrahim Obeidat 2009a Dividends per Share (DPS; Hauser and Jr 2017).

Tiga keputusan strategis tersebut berdampak pada keuntungan perusahaan, selanjutnya harga saham perusahaan dan nilai perusahaan yang merupakan tujuan utama perusahaan bisnis. Banyak penelitian terkait seperti Ardestani et al. (2013) mengkaji pengaruh keputusan pendanaan dan investasi terhadap dividen, dan hasilnya menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan. Wasiuzzaman (2015), telah melakukan penelitian pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan, mereka hanya meneliti dimensi investasi pada aktiva lancar lebih

tepatnya modal kerja. Hasil penelitiannya mencatat bahwa peningkatan efisiensi modal kerja dapat meningkatkan nilai perusahaan. Isshaq et al. (2009) juga meneliti masalah yang sama dan salah satu variabelnya adalah keputusan pendanaan yang diukur dengan leverage dan mencatat hasil penelitiannya bahwa secara signifikan berpengaruh pada harga saham. Rozaimah et al. (2006) meneliti kebijakan dividen pengaruhnya terhadap harga saham dan diperoleh hasil bahwa kebijakan dividen merupakan prediktor yang kuat atas naik turunnya harga saham. Pada sisi yang lain juga terdapat beberapa hasil penelitian dengan hasil yang bertentangan dengan sebelumnya. Ibrahim Obeidat (2009a) Dividends per Share (DPS mencatat hasil penelitian bahwa tidak ditemukan pengaruh signifikan antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Abor dan Bopkin (2010), mencatat bahwa keputusan investasi berpengaruh negatif terhadap dividen. Dawar (2014a) the purpose of this paper is to empirically investigate the impact of capital structure choice on firm performance in India as one of the emerging economies. Design/methodology/approach – Fixed effect panel regression model is used to analyse ten years of data (2003-2012 juga mencatat hasil yang berbeda, dalam penelitiannya diperoleh hasil pengaruh yang negatif antara keputusan pendanaan dengan nilai perusahaan. Meskipun penelitian terkait dengan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan telah banyak dilakukan, namun hasilnya masih beragam. Berdasarkan research gap dan inkonsistensi hasil, penelitian ini menguji kembali model tersebut dengan memadukan aspek baru corporate governance theory yang secara tidak langsung terkandung didalam keputusan pendanaan. Hasil penelitian diharapkan dapat mengkonfirmasi kontroversi hasil sekaligus mengisi research gap. Maka tujuan penelitian adalah menguji model baru yang melibatkan theory of agency sebagai

revisi antesenden model peningkatan nilai perusahaan berbasis theory of firm.

KAJIAN PUSTAKA

Nilai Perusahaan

Perusahaan publik yang berorientasi mencari keuntungan, pencapaian profit merupakan tujuan dari segala kegiatan operasional yang dilakukan, baik berupa keputusan investasi, pendanaan dan dividen. Profit merupakan tahap awal merupakan pangkal tolak dini, selanjutnya akan membentuk persepsi investor tentang bagaimana mereka menilai saham perusahaan akan menghargai lebih tinggi dibandingkan sebelumnya atau justru lebih rendah dari sebelumnya. Persepsi investor tersebut akan mempengaruhi aspek permintaan dan penawaran saham di pasar modal sehingga harga saham akan mengalami perubahan. Terdapat garis penghubung antara perolehan laba dengan harga saham, semakin tinggi laba semakin tinggi harga saham dan nilai kekayaan para pemegang saham juga semakin tinggi dengan naiknya harga saham, begitu juga nilai perusahaan (Mohamed Nurullah and Kengatharan 2015).

Terdapat beberapa indikator yang dapat mencerminkan nilai perusahaan diantaranya harga saham (Isshaq et al. 2009; Osazuwa and Che-ahmad 2016), naiknya harga saham dapat dimaknai meningkatnya nilai perusahaan juga meningkatnya kekayaan pemegang saham. Azmat (2014), O'Sullivan dan McCallig (2012) serta Hyland (2003) menggunakan indikator yang berbeda yaitu Tobin's Q untuk mengukur nilai perusahaan. Indikator tersebut merupakan rasio antara nilai pasar perusahaan dengan nilai bukunya sehingga semakin tinggi nilai tersebut semakin tinggi pula nilai perusahaan. AlNijjar dan Belakoui (1999) menggunakan indikator *Return On Equity* (ROE) untuk menilai perusahaan, rasio profitabilitas cermin dari tingkat laba bersih dan selanjutnya cermin dari tinggi rendahnya dividen yang dibagikan dan akhirnya juga harga saham.

Keputusan Investasi dan Nilai Perusahaan

Proxy variabel keputusan investasi berupa kesempatan investasi (*Investment Opportunity-IO*) merupakan peluang kedepan dimana perusahaan melakukan ekspansi kegiatan usaha berupa peningkatan pengeluaran untuk pembelian aset tetap ataupun lancar sehingga mampu menghasilkan barang dan jasa yang baru ataupun meningkatkan kapasitas produksi yang sudah ada (Ardestani et al. 2013; Isshaq et al. 2009).

Peluang investasi merupakan komponen penting terkait dengan nilai perusahaan, dijelaskan bahwa investasi baik di aktiva lancar maupun tetap sudah melalui seleksi yang ketat (misal: analisis *capital budgeting*) sehingga mampu mendatangkan aliran kas dan keuntungan yang pada akhirnya mampu mendorong nilai perusahaan (Kallapur and Trombley 2001). Keputusan investasi berupa pembelian aset perusahaan perusahaan (Mohamed Nurullah and Kengatharan 2015) merupakan penopang utama agar perusahaan dapat beroperasi sesuai visi dan misi, dapat menjalankan usaha untuk menghasilkan barang atau jasa sehingga misi profitabilitas dapat terwujud.

H1: Keputusan investasi berpengaruh pada nilai perusahaan.

Keputusan Pendanaan dan Nilai Perusahaan

Terdapat beberapa teori terkait dengan alternatif jenis sumber pendanaan, salah satunya teori Pecking order yang menyatakan prioritas penggunaan sumber dana berasal dari sumber internal disebabkan antara lain risiko rendah dan lebih murah untuk mendapatkan dana tersebut (Cohen and Yagil 2007). Alternatif lain adalah untuk menggunakan sumber dana yang mempunyai konsekuensi beban keuangan tetap seperti hutang (*financial leverage*) karena akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan, meskipun konsep tersebut masih mengandung kontroversi.

Perbedaan pendapat tersebut terangkum dalam teori struktur modal baik yang dikemukakan oleh MM Miller dan Modigliani.

Salah satu indikator keputusan pendanaan adalah *Debt Equity Ratio* (DER) yang merupakan rasio antara total hutang dengan equity perusahaan (Isshaq et al. 2009). Berbeda dengan Azmat (2014) yang menggunakan indikator lain yaitu *Debt Asset Ratio* (DAR). Semakin tinggi DER semakin tinggi hutang perusahaan dibandingkan dengan pendanaan yang disetor oleh para pemilik perusahaan, begitu juga DAR semakin banyak hutangnya relatif dengan total aset. Apapun jenis sumber pendanaan yang digunakan akan bermuara pada efisiennya biaya modal dan dapat meningkatkan tingkat keuntungan perusahaan dan naiknya jumlah dividen yang dibayarkan pada para pemegang saham serta harga saham.

Keputusan pendanaan berbasis *agency theory* bermakna penggunaan hutang secara tidak langsung berfungsi sebagai control atas perilaku manajemen. Kreditur menerapkan kesepakatan yang mengikat terhadap debitur dalam hal penggunaan dana perusahaan, misalnya untuk pembayaran dividen. Bersamaan juga dengan kewajiban untuk pembayaran bunga pinjaman secara periodik serta prinsipilnya, maka keadaan ini merupakan motivator utama agar manajemen bekerja dengan maksimal dalam rangka mencapai kinerja perusahaan yang baik. Tindakan dan aksi yang cenderung bertentangan dengan peningkatan nilai perusahaan bisa berakibat menurunkan kinerja dan akhirnya pelayanan terhadap kreditur memburuk bahkan bisa berakibat kebangkrutan yang justru akan mengancam masa depan pihak manajemen karena kehilangan pekerjaan. Tindakan yang mengarah pada masalah agensi dengan sendirinya akan teredam dengan digunakannya sumber pendanaan hutang (Asante-darko et al. 2018). Penggunaan hutang merupakan mekanisme *corporate governance* secara eksternal, dimana

kekurangan dapat mengikat manajemen dengan kesepakatan untuk melunasi pembayaran bunga pinjaman serta pelunasan prinsipial. Kesepakatan ini secara tidak langsung dapat mengontrol manajemen untuk mengurangi tindakan agensi problem sehingga kinerja perusahaan dapat terjaga dan baik, sehingga keberlangsungan posisi manajemen aman karena tidak ada ancaman kebangkrutan (Haat et al. 2008).

Seberapa besar penggunaan hutang juga tidak selamanya berdampak positif dari aspek kontrol manajemen secara tidak langsung. Munculnya biaya kebangkrutan akibat terlalu tingginya penggunaan hutang juga merupakan sisi lain yang wajib diperhatikan oleh manajemen. Dampak lanjutan dapat berakibat menurunkan kinerja perusahaan karena konsekuensi logis dari munculnya biaya kebangkrutan sebagaimana dinyatakan dalam *Trade-off theory* struktur modal. Penggunaan hutang bagaikan pedang bermata dua, satu sisi berdampak positif karena bermanfaat dari aspek monitoring (*corporate governance*) yang akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Pada sisi lain akibat penggunaan hutang yang berlebih justru akan menurunkan nilai perusahaan akibat munculnya biaya kebangkrutan.

H2: Keputusan pendanaan berpengaruh pada nilai perusahaan

Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen merupakan isu yang menarik bagi investor, karena merupakan salah satu sumber pendapatan dan merupakan sinyal tentang kinerja perusahaan (Ardestani et al. 2013). Besar kecilnya dividen yang dibayarkan merupakan indikator baik buruknya kinerja yang selanjutnya akan mempengaruhi sisi permintaan dan penawaran sehingga akan tercermin dalam perubahan harga saham, sehingga dapat dinyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap harga saham. Selanjutnya Ibrahim Obeidat

(2009a) Dividends per Share (DPS) juga mencatat dalam penelitiannya bahwa variabel dividen per lembar saham tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Nilai perusahaan sangat terkait dengan dividen yang dibayarkan, kebijakan dividen merupakan prediktor kuat atas naik turunnya harga saham dan naik turunnya harga saham cermin dari naik turunnya nilai perusahaan (Rozaimah et al. 2006). Variabilitas keuntungan secara signifikan mampu menjelaskan volatilitas harga saham, sedangkan rasio pembayaran dividen pengaruhnya lebih kuat terhadap variabilitas tersebut. Cohen dan Yagil (2007), menyatakan bahwa terdapat kontroversi bagaimana pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham, ada yang menyatakan bahwa naik turunnya harga saham lebih dipengaruhi oleh profitabilitas operasional daripada besarnya dividen yang dibayarkan, sementara juga ada yang menyatakan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif pada kinerja jangka panjang harga saham. Kebijakan dividen secara signifikan merupakan variabel yang memediasi pengaruh antara corporate governance terhadap nilai perusahaan.

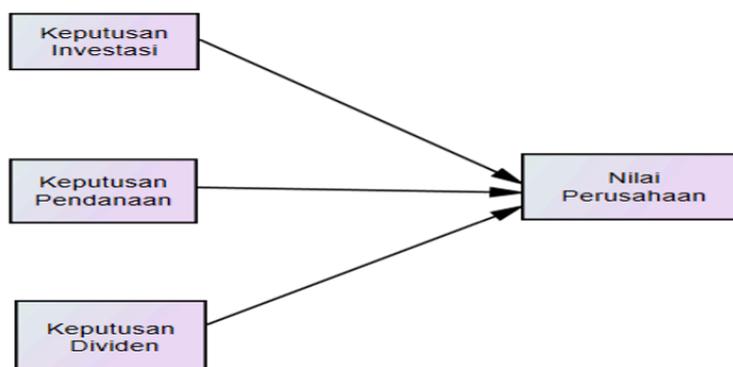
H3: kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Model Penelitian

Berdasarkan kajian pustaka dan penelitian terdahulu yang terkait baik secara langsung maupun tidak langsung dapat dirumuskan model kerangka pikir penelitian sebagaimana Gambar-1.

METODE PENELITIAN

Explanatory research digunakan untuk mengetahui hubungan kausal antar variabel dalam penelitian melalui pengujian hipotesis (Wyk and Enrolment n.d.). Penelitian ini akan menguji secara empiris pengaruh



Gambar 1. Kerangka Pikir Penelitian

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi operasional	Indikator	Skala
Investment Opportunity (IO)	Serangkaian belanja modal untuk menghasilkan produk baru ataupun untuk perluasan tingkat operasional yang ada saat ini	Tobin-Q = market value of equity/ Total asset (Ardestani et al., 2013), (Isshaq et al., 2009).	Rasio
Keputusan Pendanaan	Sumber dana yang digunakan untuk belanja/investasi modal	Debt Equity Ratio (DER) = Total Hutang / Equity (Ardestani et al., 2013) Debt t Asset Ratio (DAR) = Total Hutang/Total asset(Azmat, 2014) then an optimal cash level exists where marginal benefits are offset by their costs. If this optimal point exists, then firm value will be maximized at that point and deviation from it will affect the firm value negatively. Design/ methodology/approach – Optimal cash level between firm value and cash holding is determined by investigating the concave relationship. If concave relationship exists then a residual term is included in the equation to see how deviations from the optimal level affect firm value. A two-step generalized method of moments (GMM).	Rasio
Keputusan Dividen	Banyaknya laba bersih perusahaan yang diberikan ke para pemegang saham yang diputuskan dalam RUPS	Divident Pay-out Ratio (DPR) = dividend / earning per share (Ardestani et al., 2013).	Rasio
Nilai Perusahaan	Nilai perusahaan di mata investor yang tercermin dalam harga saham	Log Harga saham(Isshaq et al., 2009).	Rasio

tiga keputusan strategis terhadap nilai perusahaan yang merupakan tujuan utama dari suatu organisasi bisnis.

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Metode pengambilan sample (sampling) adalah purposive sampling dengan pertimbangan: merupakan emiten yang tergabung dalam indeks LQ-45, secara terus-menerus berada dalam indeks tersebut dari tahun 2016 – 2019 dan mempunyai laporan keuangan lengkap.

Data yang digunakan untuk menganalisis dan menjawab tujuan penelitian adalah data sekunder di Indonesia Capital Market Directory (ICMD). Penelitian ini menggunakan variabel dependen (nilai perusahaan), dan independen (IO, DER, DAR, DPR) sebagaimana Tabel 1.

Metode Analisis Regresi Berganda

Alat analisis statistik yang digunakan sesuai tujuan penelitian serta data panel adalah analisis regresi berganda data panel program Eviews-9. Terdapat tiga model yaitu common model, fixed model dan random model yang dipilih melalui uji Chow test, Hausman test dan Lagrange test. Tiga asumsi klasik Multikolenieritas,

Autokorelasi dan Heteroskedastisitas yang ketiganya diuji dengan program Eviews. Pengujian hipotesis dengan alpha 5% yang akan menerima Ho jika tingkat signifikansi kurang dari 0.05.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Empiris

Ringkasan Statistik

Penelitian melibatkan empat variabel, meliputi satu variable dependen yaitu Harga saham dan 3 variabel independen yaitu Tobin-Q, DER dan DPR. Berdasarkan Tabel 4.1 harga saham yang merupakan indikator nilai perusahaan mempunyai nilai rata-rata Rp4842; (anti-log 3.685) dengan nilai maksimal Rp83792; (anti-log 4.923) dan minimal Rp230; (anti-log 2.362). Debt to Equity Ratio (DER) yang merupakan indicator dari keputusan pendanaan mempunyai nilai rata-rata 1.12 dengan nilai maksimum 4.09 dan minimum 0.15. Dividend Pay-out Ratio (DPR) merupakan indikator dari keputusan dividend mempunyai rata-rata 0.52 maksimum 2.18 dan minimum 0.016. Tobin-Q yang merupakan indikator dari keputusan investasi mempunyai nilai rata-rata 6.37 dengan nilai maksimal 82.44 dan minimal 0.410.

Analisis Regresi Data Panel

Jawaban hipotesis penelitian didasarkan pada output analisis regresi data panel dengan random-model, rangkuman hasil berdasarkan data empiris penelitian sebagaimana Tabel 3

Berdasarkan data output statistic Tabel 3 maka model persamaan regresi penelitian adalah:

$$Y = 3.77 + 0.014 X_1 - 0.059 X_2 - 0.034 X_3$$

Keterangan:

Tabel 2 Deskriptip Statistik

	HSLOG	DER	DPR	TOBINQ
Mean	3.685093	1.122564	0.522227	6.366958
Median	3.632456	0.868111	0.447076	2.259079
Maximum	4.923244	4.094372	2.187368	82.44443
Minimum	2.361728	0.153484	0.016949	0.410713
Std. Dev	0.549715	0.885005	0.376677	13.32181

Sumber: data yang diolah

Tabel 3. Ringkasan Output Regresi Data Panel

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.770489	0.111321	33.87055	0.0000
TOBINQ	0.014299	0.003219	4.442634	0.0000
DER	-0.059195	0.024531	-2.413058	0.0176
DPR	-0.037432	0.051294	-0.729756	0.4672
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.493547	0.9600
Idiosyncratic random			0.100681	0.0400
Weighted Statistics				
R-squared	0.194455	Mean dependent var	0.376069	
Adjusted R-squared	0.171218	S.D. dependent var	0.111691	
S.E. of regression	0.101681	Sum squared resid	1.075249	
F-statistic	8.368372	Durbin-Watson stat	1.657247	
Prob(F-statistic)	0.000049			

Sumber: data yang diolah

- Y = nilai perusahaan
- X1 = Tobin-Q
- X2 = Debt Equity Ratio (DER)
- X3 = Dividend Pay-out Ratio (DPR)

Pemilihan Model

Analisis regresi data panel menyediakan 3 alternatif model analisis, yaitu common model, fixed model dan random model. Terdapat tiga uji untuk menentukan model yang terbaik yaitu Chow Test, Hausment Test dan Lagrange Multivariat (ML).

Chow Test

Uji ini dilakukan untuk memilih model yang lebih baik antara Fixed dan Common model. Output uji Chow-Test sebagaimana Tabel 4.

Berdasarkan data pada Tabel 4 diketahui nilai Chi-square adalah kurang dari 0.05 sehingga disimpulkan model regresi panel memilih model Fixed daripada model Common.

Tabel 4. Output Chow Test

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	89.109530	(26,78)	0.0000
Cross-section Chi-square	369.831541	26	0.0000

Sumber: data yang diolah

Tabel 5. Output Hausmen Test

Chi-Sq.			
Test Summary	Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	5.075704	3	0.1663

Sumber: data yang diolah

Hausmen Test

Uji ini dilakukan untuk memilih model yang lebih baik antara Fixed dan Random model. Out-put uji Hausmen-Test sebagaimana Tabel 5

Berdasarkan data pada Tabel 5 diketahui nilai Cross-section random adalah lebih dari 0.05 sehingga disimpulkan model regresi panel memilih model Random daripada model Fixed.

Lagrange Multivariat (LM)

Uji ini dilakukan untuk memilih model yang lebih baik antara Random dan Common model. Out-put uji LM sebagaimana Tabel 6

Berdasarkan data pada Tabel 6 diketahui nilai Breusch-Pagan mempunyai probabilitas kurang dari 0.05 sehingga disimpulkan model regresi yang terbaik

antara Common dan Random model adalah Random. Berdasarkan ketiga uji tersebut maka disimpulkan model yang terbaik dan yang akan digunakan sebagai dasar analisis penelitian adalah regresi data panel Random model.

Uji Hipotesis

Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan Tabel 3 koefisien regresi keputusan investasi 0.014 dengan nilai t-hitung 4.44 adalah melebihi nilai t-tabel (2) dan tingkat signifikansi 0.000 adalah kurang dari tingkat alpha 5%. Kesimpulannya H1 diterima yaitu keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Tabel 6. Output Hausmen Test

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	139.3196 (0.0000)	1.656429 (0.1981)	140.9760 (0.0000)
Honda	11.80337 (0.0000)	-1.287023 --	7.436181 (0.0000)
King-Wu	11.80337 (0.0000)	-1.287023 --	2.577726 (0.0050)
Standardized Honda	12.64156 (0.0000)	-1.081602 --	4.446735 (0.0000)
Standardized King-Wu	12.64156 (0.0000)	-1.081602 --	0.329889 (0.3707)
Gourieriou, et al.*	--	--	139.3196 (< 0.01)

Sumber: data yang diolah

Pengaruh Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan Tabel 3 koefisien regresi keputusan pendanaan -0.059 dengan nilai t -hitung -2.413 adalah melebihi nilai t -tabel (-2) dan tingkat signifikansi 0.018 adalah kurang dari tingkat α 5% . Kesimpulannya H_1 diterima yaitu keputusan pendanaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Keputusan Dividend Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan Tabel 3 koefisien regresi keputusan dividen -0.037 dengan nilai t -hitung -0.73 adalah kurang dari nilai t -tabel (-2) dan tingkat signifikansi 0.467 adalah lebih dari tingkat α 5% . Kesimpulannya H_0 diterima yaitu keputusan pendanaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pembahasan

Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan uji hipotesis disimpulkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya semakin tinggi keputusan investasi semakin tinggi nilai perusahaan. Keputusan investasi yang dilakukan perusahaan sudah pasti berpedoman pada kaidah-kaidah dalam *capital budgeting*. Proyek investasi yang dieksekusi sudah memenuhi beberapa kriteria seperti mempunyai *Net Present Value* positif, mempunyai nilai *Internal Rate of Return* yang melebihi tingkat biaya modal dan memuntai nilai *Benefit Cost Ratio* lebih dari satu.

Keputusan investasi yang memenuhi kriteria tersebut diharapkan mampu memberikan kontribusi pada peningkatan perolehan keuntungan perusahaan, peningkatan *earning per-share* (EPS), peningkatan pembayaran dividen, dan pada akhirnya peningkatan harga saham sekaligus peningkatan nilai perusahaan.

Bukti empiris ini mendukung hasil penelitian sebelumnya (Kengatharan 2010; Kallapur and Trombley 2001).

Pengaruh Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan uji hipotesis disimpulkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya semakin tinggi keputusan pendanaan dalam hal ini adalah peningkatan hutang relatif terhadap ekuitas maka akan semakin turun nilai perusahaan.

Berdasarkan Trade-off theory struktur modal, pada awalnya peningkatan hutang mempunyai pengaruh pada peningkatan nilai perusahaan. Akan tetapi jika hutang dinaikkan lagi maka perusahaan berada pada posisi hutang yang relatif tinggi terhadap ekuitas, hal ini akan menyebabkan naiknya risiko keuangan. Dampak lainnya adalah akan meningkatkan risiko kebangkrutan, yang ditandai oleh naiknya tingkat bunga pinjaman yang diterapkan oleh pemasok modal, pindahnya karyawan kunci dan penting ke perusahaan lain, pemasok bahan baku yang semula bersedia memberikan kredit beralih ke penjualan tunai serta pindahnya para pembeli karena khawatir tidak stabilnya stok barang. Semua ini semakin memperburuk profitabilitas dan akhirnya juga memperburuk nilai perusahaan.

Bukti empiris dari penelitian ini menunjukkan posisi hutang perusahaan sudah relatif tinggi yaitu secara rata-rata hutang perusahaan sudah diatas/melebihi ekuitas yaitu 1.12 , bahkan angka tertinggi hutang menunjukkan 400% relatif atas ekuitas, sehingga posisi hutang relatif tinggi yang berakibat risiko terlalu tinggi dan memunculkan biaya kebangkrutan, sehingga peningkatan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan. Hasil penelitian mendukung penelitian sebelumnya (Dawar 2014b) the purpose of this paper is to empirically investigate the impact of capital structure choice on firm

performance in India as one of the emerging economies. Design/methodology/approach – Fixed effect panel regression model is used to analyse ten years of data (2003-2012).

Penggunaan hutang secara tidak langsung merupakan aspek corporate governance, karena akan mengontrol perilaku manajemen untuk menjalankan perusahaan dengan baik sehingga perusahaan dalam kondisi sehat dan profit dan berkinerja baik. Keadaan tersebut bisa menjamin pelayanan yang baik terhadap kreditur dalam arti mampu membayar bunga pinjaman dan prinsipal pada saat jatuh tempo. Apabila yang terjadi sebaliknya maka ada risiko perusahaan akan dibangkrutkan dan ada potensi resiko di pihak manajemen akan kehilangan pekerjaan. Sehingga penggunaan hutang merupakan motivator bagi pihak manajemen untuk berkerja sungguh-sungguh menjalankan perusahaan untuk tercapainya profitabilitas sekaligus maksimisasi kekayaan para pemegang saham. Aspek ini bisa dipandang sebagai pelengkap mekanisme corporate governance manajemen secara langsung yang sudah ada di perusahaan seperti mekanisme kontrol yang dilakukan pihak dewan komisaris terhadap sepak terjang perilaku manajemen.

Manfaat lain yang muncul dari teori agency dari aspek penggunaan hutang yaitu kontrol atas level penggunaan hutang. Sesuai trade-off theory jika hutang berlebihan sehingga melampui titik optimal, maka nilai perusahaan justru menurun. Kontrol level hutang inilah yang merupakan aspek *corporate governance* dari penggunaan hutang. Sekali lagi adanya manfaat ganda yaitu dari peningkatan kinerja karena kesungguhan manajemen dalam menjalankan perusahaan sebagai antisipasi ancaman kebangkrutan. Sisi lain munculnya sinyal sudah berlebihannya hutang sehingga pihak manajemen bisa menengerem menurunkan tingkat hutang, sehingga dampak buruk pada nilai perusahaan bisa

dihindarkan. Berbasis *free cash flow theory*, bahwa perusahaan yang mempunyai *free cash flow* tinggi sangat rentan terhadap masalah agensi dan cenderung melakukan aktifitas yang tidak memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Dorongan yang kuat dari pihak manajemen untuk memboroskan *free cash flow* untuk kegiatan semata kepentingan pribadi mereka dapat diredam ketika perusahaan menggunakan hutang. Kreditur mempunyai perjanjian yang mengikat dengan pihak manajemen sekaligus bersama-sama dengan kewajiban pembayaran bunga hutang akan membatasi perilaku manajemen (Asante-darko et al. 2018).

Pengaruh Keputusan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan uji hipotesis disimpulkan bahwa keputusan dividen berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Meskipun tidak signifikan temuan empiris ini dapat dimaknai semakin tinggi keputusan dividen dalam hal ini adalah pembayaran dividen relatif terhadap EPS maka akan semakin turun nilai perusahaan.

Hasil tersebut merupakan salah satu indikasi bahwa investor tidak menghendaki perusahaan membayar dividen terlalu tinggi, karena hal ini akan memberatkan investor yang harus membayar pajak relatif tinggi atas penghasilan dari dividen. Investor lebih menyukai dividen relatif kecil sehingga laba ditahan akan meningkat, selanjutnya dapat diinvestasikan untuk ekspansi usaha tanpa harus mencari sumber dana eksternal yang notabene mempunyai biaya modal relatif tinggi dibanding sumber dana internal, dan akan menaikkan risiko keuangan, yang semuanya itu akan menekan profitabilitas dan harga saham perusahaan. Oleh karena itu kondisi yang sebaliknya akan terjadi jika laba ditahan besar atau dividen rendah. Hasil temuan ini mendukung penelitian sebelumnya (Ibrahim Obeidat 2009b) Dividends per Share (DPS).

SIMPULAN

Optimalisasi kekayaan pemegang saham yang berbasis theory of Firm dan theory Agency melalui keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen mempunyai dukungan empiris yang beragam. Model tersebut menarik untuk dilakukan penelitian kembali pada perusahaan yang tercatat di Indonesia. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut berarti bahwa semakin tinggi keputusan investasi yang dilakukan dengan pedoman kaidah-kaidah dalam capital budgeting maka semakin tinggi pula nilai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis selanjutnya

menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif signifikan terhadap perusahaan. Hal ini bermakna bahwa semakin tinggi keputusan pendanaan dalam hal ini ditunjukkan pada peningkatan hutang relatif terhadap ekuitas maka akan semakin turun nilai perusahaan. Sedangkan hasil uji hipotesis terakhir dalam penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan dividen berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Walaupun hasil hipotesis tersebut tidak signifikan, temuan empiris ini dapat dimaknai bahwa semakin tinggi keputusan dividen dalam hal ini ditunjukkan pada pembayaran dividen relatif terhadap EPS maka akan semakin turun nilai perusahaan.

Daftar Pustaka

- Abor, J., and Bokpin, G. A. "Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets." *Studies in Economics and Finance* 27, No. 3 (2010): 180–194. <https://doi.org/10.1108/10867371011060018>
- AlNajjar, F. K., and Riahi-Belkaoui, A. "Multinationality, Profitability and Firm Value." *Managerial Finance*, 25, No. 12 (1999):31–41. <https://doi.org/10.1108/03074359910766325>
- Ardestani, H. S., Zaleha, S., Rasid, A., and Basiruddin, R. "Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia." *Journal of Applied Finance & Banking* 3, No.1 (2013): 123–136.
- Asante-darko, D., Bonsu, B. A., Famiyeh, S., and Kwarteng, A. "Governance structures , cash holdings and firm value on the Ghana stock exchange." *Corporate Governance* 18, No. 4 (2018) <https://doi.org/10.1108/CG-07-2017-0148>
- Azmat, Q. "Firm value and optimal cash level: evidence from Pakistan." *International Journal of Emerging Markets* 9, No. 4 (2014): 488–504. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-11-2011-0104>
- Cohen, G., and Yagil, J. "A multinational survey of corporate financial policies." *Journal of Applied Finance* 17, No. 1 (2007): 57–69.
- Dawar, V. "Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence." *Managerial Finance* 40, No. 12 (2014a):1190–1206. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2013-0275>
- Dawar, V. "Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence." *Managerial Finance* 40, No. 12 (2014b): 1190–1206. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2013-0275>
- Haat, M. H. C., Rahman, R. A., and Mahenthiran, S. "Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies." In *Managerial Auditing Journal* 23, No. 8 (2008). <https://doi.org/10.1108/02686900810899518>
- Hauser, R., and Jr, J. H. T. "Dividend policy and corporate valuation." *Managerial Finance* 43,

- No. 6 (2017). <https://doi.org/10.1108/MF-05-2015-0157>
- Hyland, D. C. "The Effect of Diversification on Firm Value: a Pre- and Post- Diversification Analysis." *Studies in Economics and Finance* 21, No. 2 (2003): 22–39. <https://doi.org/10.1108/eb028773>
- Ibrahim Obeidat, M. "The Internal Financial Determinants of Common Stock Market Price: Evidence from Abu Dhabi Securities Market." *Journal of Economic and Administrative Sciences* 25, No.1 (2009a): 21–46. <https://doi.org/10.1108/10264116200900002>
- Ibrahim Obeidat, M. "The Internal Financial Determinants of Common Stock Market Price: Evidence from Abu Dhabi Securities Market." *Journal of Economic and Administrative Sciences* 25, No. 1(2009b): 21–46. <https://doi.org/10.1108/10264116200900002>
- Isshaq, Z., Bokpin, G. A., and Mensah Onumah, J. "Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange." *The Journal of Risk Finance* 10, No. 5 (2009): 488–499. <https://doi.org/10.1108/15265940911001394>
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. "Theory of the Firm: Managerial." *Journal of Financial Economics* 3, No. 4 (1976): 305–360. [https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kallapur, S., and Trombley, M. a. "The investment opportunity set: determinants, consequences and measurement." *Managerial Finance* 27, No. 3 (2001): 3–15. <https://doi.org/10.1108/03074350110767060>
- Kengatharan, L., M. N. "Capital budgeting practices: evidence from Sri Lanka." *Journal of Advances in Management Research* 12, No.1 (2015): 55–82.
- Kierulff, H., and Learned, G. "Limiting laissez faire profits: The financial implications." *Journal of Business Ethics* 90, No. 3 (2009): 425–436. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0053-9>
- Liang, C., Huang, T., and Lin, W. "Does ownership structure affect firm value? Intellectual capital across industries perspective." *Journal of Intellectual Capital* 12, No. 4 (2011): 552–570. <https://doi.org/10.1108/14691931111181724>
- Mohamed Nurullah, and Kengatharan, L. "Capital budgeting practices: evidence from Sri Lanka." *Facilities* 33 No. 11/12 (2015): 736–751. <http://www.emeraldinsight.com/doi/pdfplus/10.1108/F-11-2014-0094>
- O'Sullivan, D., and McCallig, J. "Customer satisfaction, earnings and firm value." *European Journal of Marketing* 46, No. 6 (2012): 827–843. <https://doi.org/10.1108/03090561211214627>
- Osazuwa, N. P., and Che-ahmad, A. "The moderating effect of profitability and leverage on the relationship between eco-efficiency and firm value in publicly traded Malaysian firms." *Social Responsibility Journal* 12, No. 2 (2016): 295–306. <https://doi.org/10.1108/SRJ-03-2015-0034>
- Rozaimah Zainudin, Nurul Shahnaz Mahdzan, and C. H. Y. "Dividend Policy and Stock Price Volatility of Industrial Products Firms in Malaysia." *International Journal of Emerging Markets* 13, No.1 (2018): 203-217. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-09-2016-0250>
- Skomp, S. E. "What Should You Know About the Theory of Corporate Finance?." *American Journal of Business* 5, No. 2 (1990):15–24. <https://doi.org/10.1108/19355181199000008>
- Wasiuzzaman, S. Working capital and firm value in an emerging market. *International Journal of Managerial Finance* 11, No. 1 (2015): 60–79. <https://doi.org/10.1108/IJMF-01-2013-0016>
- Wyk, B. Van, and Enrolment, P. n.d.. *Research design and methods Part I.*