

**PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEBIJAKAN PENDANAAN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PROPERTY, REAL ESTATE DAN
BUILDING CONSTRUCTION DI BEI TAHUN 2011-2014**

SKRIPSI

Oleh :

**CHANDRA ARIF MAULANA
NPM: 128330228**



**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS MEDAN AREA
MEDAN
2016**

**PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEBIJAKAN PENDANAAN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PROPERTY, REAL ESTATE DAN
BUILDING CONSTRUCTION DI BEI TAHUN 2011-2014**

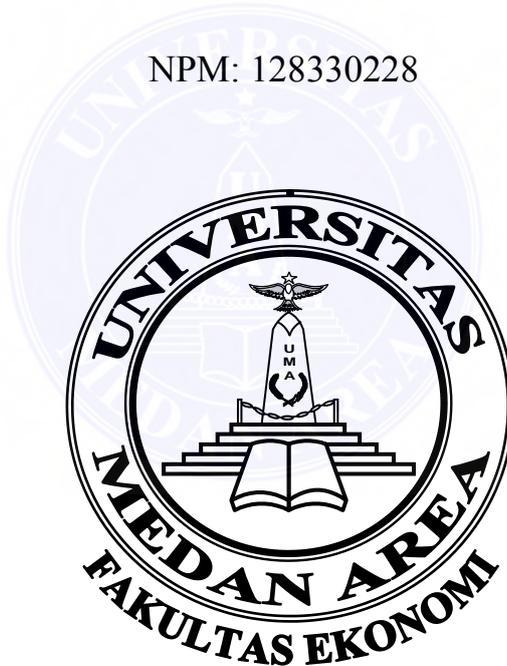
SKRIPSI

Diajukan Untuk Melengkapi Tugas-tugas dan Memenuhi Syarat
Mencapai Gelar Sarjana Ekonomi

Oleh :

CHANDRA ARIF MAULANA

NPM: 128330228



**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS MEDAN AREA
MEDAN
2016**

ABSTRAK

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui beberapa kebijakan manajemen. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen dan kebijakan pendanaan secara parsial maupun simultan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan *Property, Real Estate, dan Building Construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2014. Penentuan sampel penelitian menggunakan *purposive sampling* dengan beberapa kriteria yang berjumlah 18 perusahaan dengan empat periode. Sehingga total sampel penelitian berjumlah 72 data laporan keuangan. Data yang telah dikumpulkan dianalisis dengan model regresi data panel dan kemudian diolah dengan menggunakan aplikasi E Views 7. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini pada level signifikansi 5% ($\alpha=0,05$). Hasil uji t menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Secara simultan (uji F test) variabel kebijakan dividen dan kebijakan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci : Kebijakan Dividen, Kebijakan Pendanaan, dan Profitabilitas

KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya, sehingga penulisan skripsi ini dapat diselesaikan. Skripsi yang berjudul “Pengaruh Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan Property, Real Estate Dan Building Construction Di Bei Tahun 2011-2014” diajukan sebagai salah satu syarat menyelesaikan program strata satu pada Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Medan Area.

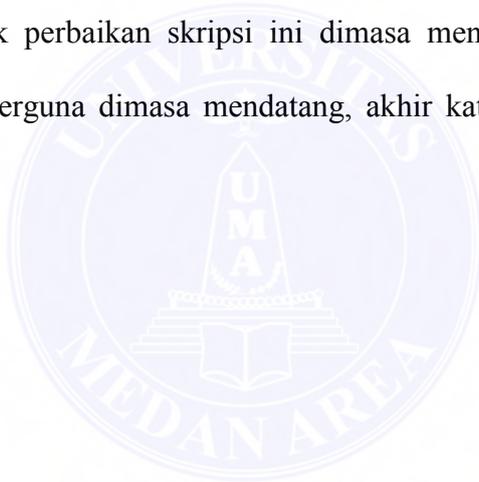
Penulis menyadari bahwa selesainya skripsi ini tidak terlepas dari bantuan, bimbingan, petunjuk, saran serta fasilitas dari berbagai pihak. Oleh karena itu pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih yang tak terhingga kepada kedua orang tua saya yang senantiasa memberikan doa yang tulus, memotivasi serta berkorban moril dan materi yang tidak terhingga untuk keberhasilan saya. Dengan kerendahan hati, penulis juga ingin menyampaikan terima kasih kepada yang terhormat :

1. Bapak Prof. Dr. H.A Ya'kub Matondang, MA sebagai Rektor Universitas Medan Area.
2. Bapak Dr. Ihsan Efendi, SE, M.Si sebagai Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Medan Area.
3. Ibu Linda Lores Purba, SE, M.Si, sebagai Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Medan Area.

4. Ibu Karlonta Nainggolan SE, MSAC sebagai Pembimbing I yang telah membimbing dan memberikan masukan dalam penyelesaian skripsi ini. Serta dengan senang hati selalu memarahi saya ketika saya berbuat kesalahan. Beliau adalah salah satu pelecut bagi saya untuk memperbaiki kemampuan akademik saya.
5. Bapak Mohd.Idris Dalimunthe SE, MSi sebagai Pembimbing II yang telah membimbing dan memberikan masukan dalam penyelesaian skripsi ini dan dalam kehidupan sehari-hari.
6. Ibu Warsani Purnama Sari SE, MM sebagai Sekretaris Tim Pembimbing penulis yang telah meluangkan waktunya untuk berpartisipasi demi kelancaran penulisan skripsi ini.
7. Kepada kedua orang tua tercinta, kak icha dan adek saya Rijal serta seluruh keluarga yang telah memberikan dukungan moril maupun materi.
8. Seluruh Bapak dan Ibu Dosen serta staff fakultas ekonomi yang telah mengajar dan membantu penulis hingga dapat menyelesaikan perkuliahan. Terutama bagi Dr. Ihsan Efendi yang telah memberikan berbagai masukan dan selalu berbagi ilmu yang sangat bermanfaat yang menjadi inspirasi bagi saya dalam hal akademik.
9. Buat teman-teman seperjuangan Wahyu, Farhan, bang Rikalwan, Dian, Dwi serta rekan mahasiswa khususnya Akuntansi 2012 yang senantiasa memberikan semangat dan dukungannya.

10. Dan yang terakhir buat sahabat-sahabat saya tercinta, Adhi, Huda, Wildan, Rahmat, Reza, Arif, Mualim, Geubrina, Sylvi, Tika yang selalu menjadi inspirasi bagi saya untuk menjadi yang lebih baik.

Semoga Allah SWT melimpahkan berkah kepada semua pihak yang telah memberikan bantuan, perhatian, serta dukungan kepada penulis dalam menyelesaikan skripsi ini. Penulis menyadari bahwa dalam Skripsi ini masih terdapat berbagai kelemahan dan keterbatasan yang ada baik dari segi isi maupun penulisan. Penulis dengan senang hati menerima kritik dan saran yang membangun, untuk perbaikan skripsi ini dimasa mendatang. Penulis berharap skripsi ini dapat berguna dimasa mendatang, akhir kata penulis menyampaikan terima kasih.



Medan, 26 Juli 2016

Penulis

Chandra Arif Maulana
12 833 0228

DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTRAK	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI	v
DAFTAR TABEL	vi
DAFTAR GAMBAR	viii
BAB I : PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Rumusan Masalah	5
C. Tujuan Penelitian.....	5
D. Manfaat Penelitian.....	5
BAB II : LANDASAN TEORI	
A. Uraian Teoritis.....	7
1. Nilai Perusahaan.....	7
2. Kebijakan Deviden.....	9
3. Teori Kebijakan Deviden	11
4. Kebijakan Deviden dalam Praktik.....	14
5. Kebijakan Pendanaan	16
6. Teori Struktur Modal.....	19
B. Penelitian Terdahulu.....	21
C. Kerangka Konseptual	23
D. Hipotesis Masalah	23

BAB III : METODE PENELITIAN

A. Jenis, Lokasi dan Waktu Penelitian.....	25
B. Populasi dan Sampel	26
C. Variabel Penelitian dan Defenisi Oprasional	28
D. Jenis dan Sumber Data	29
E. Teknik Pengumpulan Data	29
F. Model Analisis Data	30
G. Teknik Analisis Data	33

BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum	39
1. Bursa Efek Indonesia.....	39
2. Objek Penelitian	41
B. Hasil Analisis Data	45
1. Model Analisis Data	45
2. Pemilihan Model	48
3. Kesesuaian Model (Goodness of Fit)	51
C. Pembahasan	53

BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan	59
B. Saran.....	61

DAFTAR PUSTAKA

DAFTAR TABEL

<u>NO</u>	<u>Judul</u>	<u>Halaman</u>
Tabel II.1	Penelitian Terdahulu.....	22
Tabel III.1	Time Schedule.....	26
Tabel III.2	Kriteria Sampel	18
Tabel IV.1	Data Perusahaan.....	42
Tabel IV.2	Common Effect Model	45
Tabel IV.3	Fixed Effect Model	46
Tabel IV.4	Random Effect Model.....	47
Tabel IV.5	Uji Chow.....	49
Tabel IV.6	Uji Hausman	50
Tabel IV.7	Fixed Effect Model	51
Tabel IV.8	Intercept Cross Section.....	55
Tabel IV.9	Intercept Time Series	55

DAFTAR GAMBAR

<u>NO</u>	<u>Judul</u>	<u>Halaman</u>
	Gambar II.1 Kerangka Konseptual	23



BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Persaingan dalam dunia bisnis yang semakin ketat telah membuat suatu perusahaan berusaha meningkatkan nilai dari perusahaan. Dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan, menurut berbagai teori keuangan perusahaan manajemen bertanggung jawab dalam memaksimalkan kekayaan para pemegang saham, meskipun hal ini masih menjadi perdebatan apakah memaksimalkan kekayaan pemegang saham atau memaksimalkan kekayaan perusahaan (Harmono, 2011). Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin tinggi pula kesejahteraan para pemiliknya. Nilai pemegang saham akan meningkat apabila nilai perusahaan meningkat yang ditandai dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi kepada pemegang saham. Memaksimalkan nilai perusahaan berarti memaksimalkan nilai pasar melalui harga sahamnya yang merupakan pengaruh dari seluruh keputusan keuangan yang diambil oleh perusahaan (Keown, 2005). Nilai perusahaan itu sendiri, menurut Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2012:6) “merupakan nilai harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual.”

Namun, sesuai dengan konsep nilai perusahaan maka asumsi yang harus dipenuhi adalah pasar modal dalam keadaan efisien. Adanya konflik kepentingan (*agency theory*) antara pemilik dengan manajemen akan mengaburkan konsep

tersebut. Dalam hal ini manajemen memiliki kecenderungan melakukan kebijakan yang menguntungkan bagi dirinya, serta yang menguasai proses informasi data keuangan adalah pihak manajemen, dengan kemungkinan manajemen akan melakukan *income smoothing* agar kinerja manajemen dinilai baik oleh pihak eksternal perusahaan. Di sisi lain, para pemegang saham sebagai pengguna akhir informasi keuangan membutuhkan informasi yang transparan dan akuntabel (Holmstrom dan Milgrom, 1987).

Fama dan French (1998:101) berpendapat bahwa “optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui fungsi manajemen keuangan, satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan”. Untuk memaksimalkan nilai perusahaan tersebut, manajer perlu membuat tiga keputusan keuangan yaitu keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan keputusan (kebijakan) dividen yang optimal sehingga tujuan perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dapat tercapai. Berdasarkan penelitian terdahulu, ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, diantaranya: keputusan pendanaan, kebijakan dividen, keputusan investasi, struktur modal, biaya ekuitas (*cost of equity*), pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan. Beberapa faktor tersebut memiliki hubungan dan pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tidak konsisten.

Salah satu jenis perusahaan yang menjadi primadona di Bursa Efek Indonesia adalah perusahaan yang berada di sektor *property, real estate and buliding construction*. Hal ini dibuktikan dengan frekuensi perdagangan pada sektor ini

yang mencapai jumlah 7.984.000 di tahun 2013 dan naik menjadi 9.782.846 di tahun 2014 (data diambil dari Fact Book BEI). Perkembangan indeks harga property residensial di Indonesia yang sempat menyentuh angka 190 pada tahun 2013 juga turut mempengaruhi kinerja perusahaan yang bergerak dalam sektor ini (data diambil dari hasil survei Bank Indonesia). Tentu sangat menarik untuk diteliti bagaimana perkembangan nilai perusahaan-perusahaan tersebut.

Nilai perusahaan dapat mencerminkan nilai asset yang dimiliki perusahaan seperti surat-surat berharga. Saham merupakan salah satu surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan, tinggi rendahnya harga saham banyak dipengaruhi oleh kondisi emiten. Salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham adalah kemampuan perusahaan membayar dividen. (Matono dan Agus Harjito, 2005:3) Apabila dividen yang dibayar tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi. Sebaliknya jika dividen yang dibayarkan kecil maka harga saham perusahaan tersebut juga rendah.

Kemampuan membayar dividen erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar dividen juga besar. Oleh karena itu, dengan dividen yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan (Matono dan Agus Harjito, 2005:3). Namun kenyataannya, perusahaan dengan laba yang besar tidak serta merta memberikan dividen yang besar juga. Terbukti dari 59 perusahaan properti, hanya 13 perusahaan yang rutin membagikan dividennya selama 2011-2014.

Nilai pasar perusahaan merupakan nilai pasar dari suatu ekuitas perusahaan ditambah nilai pasar hutang. Dengan demikian, penambahan dari jumlah ekuitas perusahaan dengan hutang perusahaan dapat mencerminkan nilai perusahaan. Menurut *trade off theory* manajer dapat memilih rasio utang-modal untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Fama, 1978:12). Jensen (2001:156) menjelaskan bahwa “untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya dengan nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua sumber keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen”.

Berdasarkan hasil survei Bank Indonesia pada Desember 2014, dana internal perusahaan tetap menjadi sumber utama pembiayaan pembangunan properti. Dari sisi perusahaan, sebagian besar responden (61,97%) mengungkapkan bahwa dana internal perusahaan tetap menjadi sumber pembiayaan pembangunan properti. Berdasarkan komposisi, sumber pembiayaan pembangunan properti dari dana internal perusahaan sebagian besar berasal dari dana lainnya (35,97%), modal disetor (34,75%), laba ditahan (26,94%), dan joint venture (2,33%).

Dari penjelasan yang peneliti tulis dalam latar belakang di atas, terdapat kejanggalan dan perbedaan dari teori yang ada dengan fakta atau kejadian sebenarnya. Untuk meneliti apakah ada pengaruh kebijakan dividen, kebijakan pendanaan, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan maka peneliti tertarik untuk membahasnya dalam suatu skripsi dengan judul:

**“PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEBIJAKAN PENDANAAN,
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
(STUDI PADA PERUSAHAAN PROPERTY, REAL ESTATE, DAN
BUILDING CONSTRUCTION DI BEI TAHUN 2011-2014)”**

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang penulis uraikan sebelumnya, maka penulis merumuskan masalah sebagai berikut:

1. Apakah ada pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan Property, Real Estate, dan Konstruksi di BEI periode 2011-2014?
2. Apakah ada pengaruh kebijakan pendanaan terhadap nilai perusahaan Property, Real Estate, dan Konstruksi di BEI periode 2011-2014?
3. Apakah ada pengaruh kebijakan dividen, dan kebijakan pendanaan secara simultan terhadap nilai perusahaan Property, Real Estate, dan Konstruksi di BEI periode 2011-2014?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan permasalahan yang telah dirumuskan , maka tujuan penelitian ini diarahkan untuk memberikan jawaban atas permasalahan tersebut. Adapun tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti nyata (empiris) berupa data maupun fakta tentang pengaruh kebijakan dividen, struktur modal , dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan yang listing di BEI pada periode 2012-2014.

D. Manfaat Penelitian

1. Bagi Peneliti.

Bagi Peneliti, penelitian ini merupakan kesempatan untuk belajar menerapkan pengetahuan teoritis mengenai kebijakan dividen setiap perusahaan, kebijakan pendanaan yang optimal, serta pengaruhnya terhadap penilaian perusahaan. Dan peneliti juga memperoleh tambahan wawasan ilmu pengetahuan.

2. Bagi Perusahaan.

Bagi Perusahaan, penelitian ini memberikan sumbangan pemikiran dan saran kepada pihak manajemen tentang beberapa cara meningkatkan nilai perusahaan.

3. Bagi Calon Investor.

Bagi para calon investor, penelitian ini akan menghasilkan pola seperti apa yang akan mempengaruhi perkembangan nilai suatu perusahaan, dan dapat digunakan sebagai alat analisis dalam investasi saham yang baik terutama bagi investor yang sangat mengharapkan adanya capital gain.

4. Bagi Akademik.

Bagi para akademisi, penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi informasi terutama bagi mereka yang bermaksud melakukan penelitian serupa dan lanjutan.

BAB II.

LANDASAN TEORI

A. Uraian Teoritis

1. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Bringham & Gapensi, 1996). Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen asset.

Menurut Fama (1978), “nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya”. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai aset perusahaan sesungguhnya. Kenaikan harga saham dipicu oleh semakin tingginya penilaian investor atas saham tersebut. Disisi lain, kenaikan harga saham secara otomatis akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham tersebut. Dengan demikian, apabila terjadi kenaikan harga pasar saham maka nilai perusahaan pun akan meningkat.

Nilai perusahaan itu sendiri, menurut Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2012:6) “merupakan nilai harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual”. Nilai perusahaan terutama perusahaan publik akan tercermin pada harga sahamnya (Agus Sartono, 2010:9). Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan lazim diindikasikan dengan price to book value (PBV). Price to book value yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan kedepan. Hal ini juga yang menjadi keinginan pemilik perusahaan, sebab nilai perusahaan yang tinggi mengindikasikan kemakmuran pemegang saham yang juga tinggi.

$$PBV = \frac{\text{Harga Pasar Saham}}{\text{Nilai Buku Saham}}$$

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fama (1978) yang dalam penelitiannya menggunakan pendekatan konsep nilai pasar untuk mengukur nilai perusahaan sampelnya. Nilai pasar berbeda dari nilai buku. Jika nilai buku merupakan harga yang dicatat pada nilai saham perusahaan, maka nilai pasar adalah harga saham yang terjadi di pasar bursa tertentu yang terbentuk oleh permintaan dan penawaran saham oleh para pelaku pasar. Nilai pasar perusahaan ini merupakan nilai yang diberikan oleh bursa kepada manajemen dan perusahaan sebagai organisasi yang terus tumbuh (Brigham, 1999). Nilai perusahaan

merefleksikan profitabilitas perusahaan di masa depan dan juga menggambarkan profitabilitas saat ini.

2. Kebijakan Dividen

Dividen merupakan salah satu keputusan penting untuk memaksimalkan nilai perusahaan disamping keputusan investasi dan struktur modal (keputusan pemenuhan dana). Istilah dividen biasanya mendasarkan pada bagian keuntungan yang dibagikan, jika pembayaran berasal dari sumber lain di luar laba ditahan yang ada saat ini, maka istilah distribusi lebih tepat daripada dividen. Namun demikian, dapat diterima istilah sebuah distribusi dari pendapatan sebagai sebuah dividen dan distribusi dari modal sebagai sebuah pelikuidasian dividen (*liquidating dividend*). Secara definitif pendistribusian adalah sebuah pembayaran yang dilakukan oleh perusahaan kepada pemegang saham yang berasal dari sumber dana selain laba ditahan saat ini atau akumulasi. Sedangkan dividen adalah sebuah pembayaran yang dilakukan perusahaan kepada pemegang saham yang berasal dari pendapatan dalam bentuk kas atau saham.

Menurut Van Horne (1980), kebijakan dividen merupakan salah satu kebijakan penting dalam perusahaan. Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen (*divident policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dimasa yang akan datang (Martono dan Harjito Agus,2005). Sedangkan menurut Dr. Harmono (2011), “kebijakan dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada

pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, penjagaan stabilitas dividen dari waktu ke waktu, pembagian dividen saham, dan pembelian kembali saham”. Secara umum, apapun bentuk pembayaran kepada para pemegang saham perusahaan dapat dikatakan sebagai dividen atau bagian dari kebijakan dividen.

Manajemen mempunyai 2 alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak (*Earning After Tax*) perusahaan yaitu:

- a. Dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen.
- b. Diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (*retained earning*).

Biasanya sebagian EAT (*Earning After Tax*) dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali, oleh karena itu manajemen harus membuat kebijakan (*dividen policy*) tentang besarnya EAT yang dibagikan sebagai dividen. Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi laba yang diperoleh sebagai dividen berarti akan mengurangi jumlah laba ditahan yang akhirnya mengurangi sumber dana intern yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Apabila perusahaan tidak membagikan labanya sebagai dividen akan bisa memperbesar sumber dana intern dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan.

Persentase dividen yang dibagi dari EAT disebut *Dividend Payout Ratio* (DPR). Rasio pembayaran dividen (*divident payout ratio*) menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Rasio ini menunjukkan presentase laba perusahaan yang dibayarkan

kepada pegemang saham biasa perusahaan berupa dividen kas. Apabila laba perusahaan yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Dengan demikian aspek penting dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang sesuai diantara pembayaran laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan diperusahaan.(Martono dan Harjito Agus,2005)

$$DPR = \frac{\text{Dividen Yang Dibagi}}{\text{Earnings Per Share}}$$

3. Teori Kebijakan Dividen

Berbagai pendapat atau teori tentang kebijakan dividen antara lain:

a. Teori Dividen Tidak Relevan dari Modigliani dan Miller:

Modigliani dan Miller (1958) berpendapat, “nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *Dividend*, tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan kelas risiko perusahaan”. Jadi menurut MM, dividen adalah tidak relevan untuk diperhitungkan karena tidak akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Menurut MM kenaikan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan atau *earning power* dari asset perusahaan.

Pernyataan MM ini didasarkan pada beberapa asumsi penting yang lemah seperti :

- 1) Pasar modal sempurna dimana para investor rasional.

- 2) Tidak ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru.
- 3) Tidak ada pajak baik perorangan maupun pajak penghasilan perusahaan.
- 4) Informasi tentang investasi tersedia untuk setiap individu.”

Beberapa ahli menentang pendapat MM tentang dividen tidak relevan, jika ada pajak maka penghasilan investor dari dividen dan dari capital gains (kenaikan harga saham) akan dikenai pajak. Seandainya tingkat pajak untuk dividen dan *capital gains* adalah sama, investor cenderung lebih suka menerima capital gains dari pada dividen karena pajak pada capital gains baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui.

b. Teori *The Bird in The Hand*

Gordon Lintner (1956) beranggapan bahwa “investor memandang satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara, yang berarti bahwa kemungkinan capital gain yang diharapkan lebih besar risikonya dibandingkan dengan dividend yield yang pasti, sehingga investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk setiap pengurangan dividend yield.”

c. Teori Perbedaan Pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy. Apabila dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada capital gain, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan dividend yield yang tinggi, sehingga perusahaan lebih baik menentukan dividend payout ratio yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen sama sekali untuk

meminimumkan biaya modal dan memaksimumkan nilai perusahaan (Sartono, 2001).

d. Teori *Signaling Hypothesis*

Terdapat bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen dari pada capital gains. Tapi MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik diveden masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau keanikan dividen yang dibawah keanaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit diveden waktu mendatang.

Seperti teori dividen yang lain, teori *Signaling Hypotesis* ini juga sulit dibuktikan secara empiris. Adalah nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Tapi sulit dikatakan apakah kenaikan dan penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek sinyal atau disebabkan karena efek sinyal dan preferensi terhadap dividen.

e. Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (clientele) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada

saat ini lebih menyukai suatu *Dividend Payout Ratio* yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

Jika ada perbedaan pajak bagi individu (misalnya orang lanjut usia dikenai pajak lebih ringan) maka pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai capital gains karena dapat menunda pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah cenderung menyukai dividen yang besar.

Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari Clientele ini ada. Tapi menurut MM hal ini tidak menunjukkan bahwa lebih baik dari dividen kecil, demikian sebaliknya. Efek Clientele ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka.

4. Kebijakan Dividen dalam Praktik

Pada praktiknya perusahaan cenderung memberikan dividen dengan jumlah yang relatif stabil atau meningkat secara teratur. Kebijakan ini kemungkinan besar disebabkan oleh asumsi bahwa:

- a. Investor cenderung lebih menyukai dividen yang yang stabil.
- b. Investor melihat keanaikan dividen sebagai suatu pertanda bahwa perusahaan memiliki prospek baik, demikian sebaliknya. Hal ini

membuat perusahaan lebih senang mengambil jalan aman yaitu tidak menurunkan pembayaran dividen.

Menjaga kestabilan dividen tidak berarti menjaga *Dividend Payout Ratio* tetap stabil karena jumlah nominal dividen juga tergantung pada penghasilan bersih perusahaan (EAT). Jika DPR dijaga kestabilannya, misalnya ditetapkan sebesar 50% dari waktu ke waktu, tetapi EAT berfluktuasi, maka pembayaran dividen juga akan berfluktuasi.

Pada umumnya perusahaan akan menaikkan dividen hingga suatu tingkatan dimana mereka yakin dapat mempertahankannya dividen masa mendatang. Artinya jika terjadi kondisi yang terburuk sekalipun, perusahaan masih dapat mempertahankan pembayaran dividennya.

Pada prakteknya ada perusahaan yang menggunakan model *residual dividend* dimana dividen ditentukan dengan cara :

- a. Mempertimbangkan kesempatan investasi perusahaan.
- b. Mempertimbangkan target struktur modal perusahaan untuk menentukan besarnya modal sendiri yang dibutuhkan untuk investasi.
- c. Memanfaatkan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan akan modal sendiri tersebut semaksimal mungkin
- d. Membayar dividen hanya jika ada sisa laba.

Dengan demikian, besarnya dividen bersifat fluktuatif. Model Residual Dividend ini berkembang karena perusahaan lebih senang menggunakan laba

ditahan dari pada menerbitkan saham baru untuk memenuhi kebutuhan modal sendiri, alasannya:

- a. Menerbitkan saham menimbulkan biaya emisi saham (*flotation cost*), dan
- b. Menurut teori *signaling hypothesis* penerbitan saham baru sering disalah artikan oleh investor bahwa perusahaan kesulitan keuangan sehingga menyebabkan penurunan harga saham.

Model Residual dividend menyebabkan dividen bervariasi jika kesempatan investasi perusahaan juga bervariasi (fluktuasi), Jika kita percaya pada teori *signaling hypothesis*, maka model ini sebaiknya tidak digunakan secara baku untuk menetapkan besarnya dividen secara *year to year* basis. Model ini lebih banyak digunakan sebagai penuntun untuk menetapkan sasaran dividen payout ratio jangka panjang yang memungkinkan perusahaan memenuhi kebutuhan akan modal sendiri dengan laba ditahan.

5. Kebijakan Pendanaan

Kebijakan utama kedua setelah kebijakn deviden adalah kebijakan pendanaan, dalam hal ini manajer keuangan dituntut untuk bisa menentukan struktur modal optimal dalam kaitannya dengan pendanaan aktivitas investasi perusahaan. Konsep struktur modal optimal tertuju pada pemanfaatan momen ungkit (*leverage*) perusahaan. *Levarage* perusahaan akan tercipta ketika permintaan penjualan dalam kondisi potensial, dan perusahaan diprediksi mampu memenuhi kebutuhan pelanggan (Harmono, 2011:10-12).

Disisi lain, untuk memenuhi permintaan pelanggan (konsumen) dibutuhkan aktiva tetap, misalnya berupa teknologi tinggi yang mampu bekerja secara *cist effectiveness*. Pada kondisi yang demikian, diperlukan momen ungkit untuk meningkatkan *leverage* perusahaan dengan asumsi struktur modal dalam kondisi batas-batas yang dimungkinkan untuk melakukan utang. Utamanya utang jangka panjang guna mendukung kegiatan investasi riil perusahaan secara jangka panjang.

Menurut Kasmir (2010:6) “Kebijakan pendanaan merupakan keputusan yang berkaitan dengan jumlah dana yang disediakan perusahaan baik yang bersifat, utang atau modal sendiri.” Sedangkan menurut **Hasnawati (2005)** “Kebijakan pendanaan adalah keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan”. Berdasarkan definisi diatas maka dapat disimpulkan bahwa keputusan pendanaan merupakan keputusan yang berkaitan dengan penentuan sumber dana yang digunakan, penentuan pertimbangan yang terbaik atau penentuan sumber optimal.

Sumber dana dapat dibedakan menjadi sumber intern dan sumber extern. Dana yang berasal dari intern adalah dana atau modal yang dibentuk atau dihasilkan sendiri didalam perusahaan seperti laba ditahan (*retained earnings*) dan penyusutan (*depreciation*). Sumber dana extern adalah sumber dana yang berasal dari luar perusahaan, yakni yang berasal dari para kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian dalam perusahaan.

Rumus perhitungan kebijakan pendanaan menurut Smith, Skousen dan Stice (1995) dalam Fahmi (2012) adalah menggunakan perbandingan antara utang dan modal sendiri. Persentase dari perbandingan antara utang dan modal sendiri sering disebut dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio ini dicari dengan cara membandingkan antara seluruh utang, termasuk utang lancar dengan seluruh ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditur) dengan pemilik perusahaan. Dengan kata lain, rasio ini

berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan utang.

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Utang (Debt)}}{\text{Ekuitas (Equity)}}$$

Bagi bank (kreditor), semakin besar rasio ini, akan semakin tidak menguntungkan karena akan semakin besar resiko yang ditanggung atas kegagalan yang mungkin terjadi di perusahaan. Namun, bagi perusahaan justru semakin besar rasio akan semakin baik. Sebaliknya dengan rasio yang rendah, semakin tinggi tingkat pendanaan yang disediakan pemilik dan semakin besar batas pengamanan bagi peminjam jika terjadi kerugian atau penyusutan terhadap nilai aktiva. Rasio ini juga memberikan petunjuk umum tentang kelayakan dan resiko keuangan perusahaan. **(Kasmir, 2008)**

Debt to Equity Ratio untuk setiap perusahaan tentu berbeda-beda, tergantung karakteristik bisnis dan keberagaman arus kasnya. Perusahaan dengan arus kas yang stabil biasanya memiliki rasio yang lebih tinggi dari rasio kas yang kurang stabil. Ini sebagaimana dikatakan oleh Brigham dan Houston (2006) dalam Fahmi (2012) yaitu, “sebagai contoh, perusahaan-perusahaan farmasi umumnya memiliki struktur modal yang sangat berbeda dengan maskapai penerbangan. Bahkan struktur modal dapat bervariasi diantara perusahaan di dalam satu industri yang sama”.

Ambarwati (2010) berpendapat bahwa “Perusahaan harus mengambil keputusan permodalan yang paling optimal sehingga antara utang dan ekuitas benar-benar kombinasi yang dapat menghasilkan keuntungan atau return bagi perusahaan yang akhirnya memaksimalakan nilai perusahaan”. Menurut Brigham

dan Houston (2006) dalam Fahmi (2012) “Kebijakan struktur modal melibatkan adanya suatu pertukaran antara risiko dan return:

- a. Penggunaan lebih banyak utang akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh para pemegang saham, misal risiko insolvabilitas, kenaikan suku bunga dan financial distress.
- b. Namun, penggunaan utang yang lebih besar biasanya akan menyebabkan terjadinya ekspektasi return atas ekuitas menjadi lebih tinggi. Misalnya adanya penghematan pajak karena bunga yang akhirnya dapat meningkatkan *Earning Per Share* dan *Return on Equity*”.

6. Teori Struktur Modal

- a. Proposisi M&M (Miller—Modigliani) I: Tanpa Pajak.

Teori ini menganggap perimbangan struktur modal (DER) tidak mempengaruhi nilai perusahaan karena nilai asetnya sama (Wachowicz,2007). Teori ini sepertinya tidak mungkin terjadi apalagi di Indonesia karena teori ini berasumsi bahwa tidak ada pajak pribadi atau perusahaan, dan utang adalah tanpa risiko sehingga suku bunga utang adalah suku bunga bebas risiko. Sedangkan di Indonesia semua penghasilan kena pajak dan tidak ada suku bunga bebas risiko atau risiko nol. Sehingga Proposisi M&M 1 ini dianggap tidak relevan, terlebih pernyataan MM yang menyebutkan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh perimbangan struktur modal perusahaan. Padahal jika dilihat dari sisi Return On Equity dan risiko, maka semakin meningkatnya ROE maka risiko juga semakin meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa perimbangan struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan.

- b. Proposisi M&M (Miller—Modigliani) II: Dengan Pajak.

Menurut asumsi ini penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan, atau dengan kata lain perusahaan lebih memilih mendanai perusahaan menggunakan utang dibandingkan modal sendiri. Hal ini dikarenakan adanya penghematan pembayaran pajak penghasilan karena adanya biaya bunga (tax-deductible).

c. *Trade-off Theory.*

Model ini dikembangkan oleh Baxter (1967), Kraus and Litzenberger (1973) dan Kaaro (2002), yang mencoba menguji pendapat M&M dengan menghubungkan asumsi-asumsi M&M dengan biaya kebangkrutan (financial distress cost) yang mana hal itu dapat meningkatkan sebanding dengan leverage yang digunakan. Disebut model trade-off karena struktur modal optimum terjadi jika terdapat keseimbangan antara biaya *financial distress* dan agency problem dan manfaat atas penggunaan leverage atau utang (*tax-shield*).

d. Miller Model.

Pada tahun 1997 Miller menyatakan dukungannya terhadap M&M dengan menampilkan struktur modal yang juga meliputi personal taxes dari penghasilan saham (T_{ps}) dan obligasi (T_d) selain corporate taxes (T_c). Jika ada pajak, maka $T_{ps} = T_d = T_c = 0$. Jika tidak ada pajak maka $T_s = T_d = 0$. Kelemahan model Miller adalah mengabaikan biaya financial distress dan agency problem.

e. *Signaling Theory.*

Pada mulanya M&M berasumsi bahwa antara investor dan manager memiliki informasi yang sama, namun pada kenyataanya manager memiliki informasi yang lebih besar dibandingkan investor. Jika perusahaan memiliki prospek cerah, manajemen tidak menerbitkan saham baru tetapi menggunakan laba ditahan dan jika prospek kurang baik manajemen baru akan menerbitkan saham baru untuk memperoleh dana. Sayangnya investor mengetahui hal ini sehingga penawaran saham baru oleh investor dianggap sebagai sinyal negatif dan akhirnya harga saham cenderung turun jika saham baru diterbitkan. Hal ini menyebabkan biaya modal sendiri naik dan nilai perusahaan akan turun. Sehingga mendorong perusahaan menerbitkan obligasi dibandingkan saham baru.

B. Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai Nilai Perusahaan telah banyak dilakukan oleh para peneliti terdahulu, baik itu berupa skripsi, thesis, disertasi dan sebagainya. Masalah ini sangat banyak diteliti karena memang masalah ini sangat menarik untuk diteliti. Berbicara masalah Nilai Perusahaan tentu kita berbicara tentang perilaku para investor dalam menilai suatu informasi perusahaan yang ada di Bursa Efek. Pemahamannya sangat sederhana, nilai perusahaan yang listing di Bursa Efek tercermin dari harga pasar saham dan obligasi di Bursa Efek tersebut. Sedangkan harga terbentuk dari mekanisme pasar, yaitu tergantung dari jumlah harga yang disepakati oleh penjual dan pembeli dalam interaksi permintaan dan penawaran.

Pada penelitian sebelumnya, para peneliti menggunakan berbagai indikator dalam menjelaskan suatu variabel. Hasil dari penelitian tersebut juga beragam dan tak konsisten. Secara singkat, berikut beberapa penelitian yang pernah dilakukan:

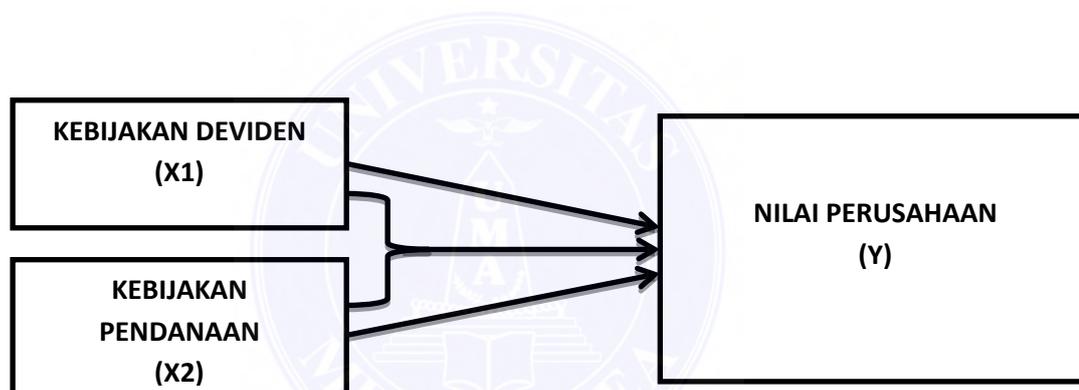
Tabel II.1
Penelitian Terdahulu

NO	NAMA PENELITI DAN TAHUN PENELITIAN	JUDUL PENELITIAN	HASIL PENELITIAN
1	Tri Wahyuni, Endang Ernawati, dan Werner R (2013)	Faktor Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Di Sektor Property, Real Estate & Building Construction Yang Terdaftar Di BEI Periode 2008-2012	Kebijakan Dividen memiliki pengaruh positif tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Keputusan Pendanaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.
2	Dewa Kadek Oka Kusumajaya (2011)	Pengaruh Struktur Modal Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia	Struktur Modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan
3	Nani Martikarini (2012)	Implikasi Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan	Kebijakan Dividen (DPR) berpengaruh secara signifikan terhadap Nilai Perusahaan (PBV). Kebijakan Hutang (DER) tidak berpengaruh secara tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan (PBV).
4	Lihan Rini Puspo Wijaya (2010)	Pengaruh Struktur Modal, Biaya Ekuitas (Cost Of Equity) Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Yang Terdaftar Di Bei	Keputusan Pendanaan berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan Kebijakan Dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.
5	Luh Putu Novita Sartini (2014)	Pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, Serta Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia	Kebijakan Dividen, Dan Keputusan Pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan

6	Yulia Efni (2011)	Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen: Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Sektor Property dan Real Estate di BEI)	Kebijakan Dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan
---	----------------------	--	--

C. KERANGKA KONSEPTUAL

Kerangka konseptual penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



GAMBAR II.1

D. HIPOTESIS MASALAH

Dalam penelitian ini penulis menggunakan hipotesis asosiatif, yaitu dugaan terhadap ada tidaknya hubungan secara signifikan antara dua variabel atau lebih. Berdasarkan kajian pustaka dan hasil penelitian empirik yang telah dilakukan sebelumnya, maka hipotesis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

Ha.1: Kebijakan dividen berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Ha.2: Kebijakan pendanaan berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Ha.3 Kebijakan dividen dan kebijakan pendanaan, secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.



BAB III.

METODE PENELITIAN

E. Jenis, Lokasi dan Waktu penelitian

1. Jenis Penelitian.

Berdasarkan tujuannya, penelitian ini termasuk dalam penelitian terapan, yaitu penelitian untuk mengembangkan ilmu pengetahuan untuk memecahkan suatu masalah. Penelitian ini juga disebut sebagai penelitian kuantitatif, karena data penelitian berupa angka-angka dan analisisnya menggunakan statistik (Sugiyono, 2009). Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas dimana terdapat hubungan antara dua variabel atau lebih. Hubungan dalam penelitian ini merupakan hubungan kausal yaitu sebab akibat, dimana ada variabel eksogen (bebas) yaitu variabel yang mempengaruhi variabel endogen (terikat) yaitu variabel yang dipengaruhi.

2. Lokasi Penelitian.

Lokasi penelitian dilakukan di Bursa Efek Indonesia dengan pengambilan data melalui ICMD (*Indonesian capital market directory*) Tahun 2012-2014, dan situs internet www.idx.co.id.

3. Waktu Penelitian

Penelitian ini akan dimulai setelah usulan penelitian ini disetujui oleh pihak universitas. Menurut perkiraan penulis, penelitian ini akan berlangsung antara bulan November sampai bulan Februari.

Tabel III.1
Time Schedule

NO	KEGIATAN	TAHUN 2015			TAHUN 2016				
		OKT	NOV	DES	JAN	FEB	MAR	APR	MEI
1	Pengajuan Judul								
2	Penyusunan Proposal								
3	Seminar Proposal								
4	Pengumpulan Data dan Analisis Data								
5	Penyelesaian Skripsi dan Bimbingan Skripsi								
6	Seminar Hasil								
7	Pengajuan Sidang Meja Hijau								

F. Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang diterapkan oleh penelitian untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2009:80). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor Properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sesuai publikasi *Indonesian capital market directory* (ICMD).

Sedangkan sampel adalah sekumpulan atau sebagian anggota dari obyek yang diteliti. Adapun teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* jenis *judgement sampling* yaitu sampel dipilih dengan menggunakan pertimbangan tertentu disesuaikan dengan tujuan penelitian atau masalah penelitian yang dikembangkan (Ferdinand, 2006). Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

1. Perusahaan sektor *Properti, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar sebagai emiten aktif pada BEI secara terus-menerus selama tahun 2011 sampai 2014.
2. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan secara lengkap yang sudah diaudit yang dipublikasikan di *Indonesian Capital Market Directory* dan *data base* BEI dari tahun 2011-2014 berturut-turut.
3. Perusahaan tersebut melakukan pembayaran dividen kas pada tahun 2011 sampai tahun 2014.

Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut maka jumlah sampel dari penelitian ini dapat dijelaskan pada tabel dibawah ini:

Tabel III.2
Kriteria Sampel

Perusahaan sektor <i>Properti, Real Estate and Building Construction</i> yang terdaftar di BEI	62
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan secara lengkap dari tahun 2011-2014	45
Perusahaan yang melakukan pembayaran dividen berturut-turut selama tahun 2011-2014	18

G. Variabel Penelitian dan Defenisi Oprasional

1. Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat dua variabel yaitu variabel dependen sebagai variabel yang terikat atau terpengaruh dan variabel independen sebagai variabel yang bebas dan pengaruh, yaitu :

- a. Variabel dependent atau variabel terikat (terpengaruh) sebagai variabel (Y) dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan.
- b. Variabel independent atau variabel bebas sebagai variabel (X) dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (X1), kebijakan pendanaan (X2).

2. Defenisis Oprasional

- a. Nilai Perusahaan (Y)

Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham, 1999: 92)., yang diproksikan dengan :

$$PBV = \frac{\text{Harga Pasar Saham}}{\text{Nilai Buku Saham}}$$

- b. Kebijakan Dividen (X1)

Kebijakan Dividen diukur dengan *Divident Payout Ratio* (DPR). Ukuran yang digunakan untuk *Divident Payout Ratio* (DPR) ini adalah dividen to earnings

yang dioperalisasi sebagai jumlah dividen yang dibayarkan pada pemegang saham dibagi dengan *earning per share*.

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen Yang Dibagi}}{\text{Earnings Per Share}}$$

c. Kebijakan Pendanaan (X2)

Kebijakan pendanaan merupakan ratio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mengembalikan biaya hutang melalui modal sendiri yang dimilikinya yang diukur melalui hutang dan total modal (equity).

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Utang (Debt)}}{\text{Ekuitas (Equity)}}$$

H. Jenis dan Sumber Data

Pada penelitian ini, jenis data yang penulis gunakan adalah jenis data kuantitatif, yaitu jenis data yang berupa angka-angka. Variabel-variabel dalam penelitian ini menggunakan data berupa rasio. Berdasarkan sumbernya, data dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang diperoleh dari pihak ke tiga dalam bentuk yang sudah jadi/diolah, misalnya dokumen, dan lain-lain. Dalam hal ini, data penulis dapatkan dari Bursa Efek Indonesia dan *Indonesian Capital Market Directory*.

I. Teknik Pengumpulan Data

Data yang penulis gunakan adalah data yang dikumpulkan dari pihak ketiga dengan teknik dokumentasi, dan studi pustaka. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari buku-buku dan bacaan-bacaan lain yang berhubungan dengan pokok bahasan dalam penelitian ini. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan, yaitu mengenai jenis data yang dibutuhkan, ketersediaan data, cara memperoleh data, dan gambaran cara pengolahan data. Tahap selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh. Data-data tersebut akan disusun dan dianalisis secara bersama-sama dalam bentuk panel data, yaitu sebuah gabungan dari data *time series* dan data *cross section*

Dokumen adalah catatan tertulis berbagai kegiatan atau peristiwa masa lalu (Parullari, 2011). Studi dokumentasi dilakukan di Pojok BEI melalui www.idx.co.id dan *Indonesian Capital Market Directory* (IDMC). Semua dokumen yang berhubungan dengan penelitian yang bersangkutan perlu dicatat sebagai sumber informasi.

J. Model Analisis Data

Pada penelitian ini, penulis menggunakan model data panel atau pooled data. Data panel (*panel pooled data*) sendiri merupakan gabungan data *cross section* dan *series*. Dengan kata lain, data panel merupakan data dari beberapa individu sama yang diamati dalam kurun waktu tertentu. Dalam penelitian ini kita

memiliki 4 periode waktu ($t = 1,2,3,4$) dan 18 jumlah individu ($i = 1,2,\dots,18$), maka dengan data panel kita akan memiliki total unit observasi sebanyak 72. Jika jumlah unit waktu sama untuk setiap individu, maka data disebut *balanced panel*.

Spesifikasi model yang digunakan diadaptasi dari beberapa penelitian sebelumnya dengan melakukan penyesuaian-penyesuaian yang dianggap akan memberikan hasil yang lebih baik untuk menjelaskan pengaruh *Dividend Payout Ratio*, dan *Debt to Equity Ratio* Terhadap Nilai Perusahaan. Model yang dibangun merupakan suatu fungsi matematis sebagai berikut:

1. Model Efek Biasa (*Common Effect*).

Model *common effects* merupakan pendekatan data panel yang paling sederhana. Model ini tidak memperhatikan dimensi individu maupun waktu sehingga diasumsikan bahwa perilaku antar individu sama dalam berbagai kurun waktu. Model ini hanya mengkombinasikan data *time series* dan *cross section* dalam bentuk *pool*, mengestimasiya menggunakan pendekatan kuadrat terkecil/*pooled least square*. Model yang dibangun merupakan suatu fungsi matematis sebagai berikut:

$$PBV = \beta_0 + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 DER_{it} + e_{it}$$

Atau

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + e_{it}$$

Dimana:

Y	= Nilai Perusahaan (<i>Price to Book Value</i>)
X1	= Kebijakan Dividen (<i>Dividen Payout Ratio</i>)
X2	= Kebijakan Pendanaan (<i>Debt to Equity Ratio</i>)
β_0	= Konstanta
$\beta_{1,2}$	= Koefisien Regresi
e_{it}	= eror

2. Model Efek Tetap (*Fixed Effect*).

Dasar pemikiran bahwa setiap individu observasi memiliki karakteristik masing-masing, maka model ini memungkinkan adanya *intercept* yang tidak konstan untuk tiap-tiap individu. Tetapi model ini memiliki kekurangan di mana tidak dihasilkan satu estimasi umum (*general estimates*) karena tidak terdapat *general intercept* atau konstanta untuk mewakili seluruh individu.

$$PBV = \beta_0 + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_i + \beta_t$$

Yang mana:

β_i = *Cross Section Effect*

β_t = *Time Series (Periode) Effect*

3. Model Efek Acak (*Random Effect*).

Pada Efek Tetap perbedaan antar individu dicerminkan oleh *intercept* atau konstanta, tetapi pada metode Efek Random perbedaan tersebut diakomodasi oleh *error terms* masing-masing individu. Metode ini memiliki keuntungan karena menghilangkan heterokedasitas (data tidak homogen) jika memang ada.

$$PBV = \beta_0 + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 DER_{it} + v_{it}$$

$$\beta_0 = \bar{\beta}_0 + \mu_i, i = 1, \dots, n$$

$$v_{it} = e_{it} + \mu_i, i = 1, \dots, 18 \quad t = 1, \dots, 4$$

V_{it} = Error Model

β_0 = Konstanta Random

K. Teknik Analisis Data

1. Uji Chow (*Chow Test*)

Untuk mengetahui model *Pooled Least Square* (PLS) atau *Fixed Effect Model* (FEM) yang akan dipilih untuk estimasi data dapat dilakukan dengan uji F-test atau uji *Chow Test*. PLS adalah *restricted* model dimana ia menerapkan *intercept* yang sama untuk seluruh individu. Seperti yang telah ketahui, terkadang asumsi bahwa setiap unit *cross section* memiliki perilaku yang sama cenderung tidak realistis mengingat dimungkinkan saja setiap unit *cross section* memiliki perilaku yang berbeda. Untuk itu dipergunakan *Chow Test*. Dasar penolakan terhadap hipotesa nol tersebut adalah dengan menggunakan F Statistik seperti yang dirumuskan oleh Chow sebagai berikut:

$$CHOW = \frac{(RRSS - URSS)/(N - 1)}{URSS/(N.T - N - K)}$$

Dimana:

RRSS = *Restricted Residual Sum Square* (merupakan *Sum of Square Residual* yang diperoleh dari estimasi data panel dengan metode *poole least square /common intercept*).

URSS = *Unrestricted Residual Sum Square* (merupakan *Sum of Square Residual* yang diperoleh dari estimasi data panel dengan metode *fixed effect*).

N = Jumlah data *cross section* (18 perusahaan)

T = Jumlah data *time series* (4 tahun)

K = Jumlah variabel penjelas (dua)

Pengujian ini mengikuti distribusi F statistik yaitu FN-1, NT-N-K. Jika nilai *CHOW Statistics* (F Stat) hasil pengujian lebih besar dari F Tabel, maka cukup bukti untuk melakukan penolakan terhadap hipotesa nol sehingga model yang akan digunakan adalah model *fixed effect*, begitu juga sebaliknya.

Cara lain untuk melihat apakah H₀ diterima atau ditolak adalah dengan melihat nilai probabilitas F hitungnyanya. H₀ akan ditolak jika nilai probabilitasnya lebih kecil (<) dari 0,05 dan model yang terpilih adalah model *fixed effect*. Sebaliknya jika nilai probabilitasnya lebih besar (>) dari 0,05, maka H₀ akan diterima dan model yang digunakan dalam penelitian ini adalah model *common effect*.

2. Uji Hausman (*Hausman Test*)

Setelah tahapan pengujian *chow test* didapat informasi bahwa model *fixed effects* lebih baik/ sesuai daripada model *common effects*, tentu saja kita berkepentingan untuk menguji kembali, apakah model *fixed effects* juga lebih baik/ sesuai daripada model *random effects*. Untuk itu perlu dilakukan Hausman Test dalam menentukan model yang sesuai antara model *fixed effect* atau model

random effect. Unsur penting metode pemilihan ini adalah matriks kovarians dari perbedaan vektor $[\beta_{FE} - \beta_{RE}]$:

$$Var[\beta_{FE} - \beta_{RE}] = Var[\beta_{FE}] + Var[\beta_{RE}] - 2Cov[\beta_{FE}, \beta_{RE}]$$

Dimana β_{FE} adalah estimator efisien yang dihasilkan dari metode fixed effect, sedangkan β_{RE} adalah estimator yang dihasilkan dari metode random effect.

Hasil metode Hausman adalah bahwa perbedaan kovarians dari estimator fixed effect model dengan estimator random effect model adalah 0, sehingga

$$Cov[(\beta_{FE} - \beta_{RE}), \beta_{RE}] = Cov[\beta_{FE}, \beta_{RE}] - Var[\beta_{RE}] = 0$$

$$Cov[\beta_{FE}, \beta_{RE}] = Var[\beta_{RE}]$$

Kemudian dengan mendistribusikan persamaan-persamaan tersebut akan menghasilkan matriks kovarians sebagai berikut:

$$Var[\beta_{FE} - \beta_{RE}] = Var[\beta_{FE}] + Var[\beta_{RE}] = \Sigma$$

Selanjutnya mengikuti kriteria Wald, nilai statistik Hausman diatas akan mengikuti distribusi chi-square sebagai berikut:

$$W = x^2[K] = [\beta - \beta_{GLS}] \Sigma^{-1} [\beta - \beta_{GLS}]$$

Statistik uji Hausman di atas mengikuti distribusi chi-square dengan derajat bebas sebanyak jumlah variabel bebas (k). Hipotesis nol pada uji Hausman adalah model *fixed effect* lebih baik. Jika nilai statistik Hausman lebih besar daripada nilai kritis statistik chi-square atau nilai probabilitas $< 0,05$, maka hipotesis nol

akan ditolak, yang berarti model estimasi yang tepat untuk regresi data panel adalah model *random effect* dibanding model *fixed effect*. Dalam penelitian ini pengujian Hausman juga menggunakan program aplikasi e-views.

Dalam penelitian ini, penentuan apakah *fixed effect* model atau *random effect* model yang akan digunakan, selain didasarkan pada sejumlah pertimbangan yang telah disebutkan, juga didasarkan pada kriteria ekonomi (make sense secara ekonomi). Kesesuaian tanda hasil estimasi koefisien regresi setiap variabel di dalam model dengan teori dan kewajaran besaran nilai koefisien hasil estimasi tersebut juga menjadi unsur pertimbangan dalam pemilihan model.

3. Uji Kesesuaian (*Test Goodness of Fit*)

Estimasi terhadap model dilakukan dengan menggunakan metode yang tersedia pada program statistik Eviews versi 7. Koefisien yang dihasilkan dapat dilihat pada out put regresi berdasarkan data yang di analisis untuk kemudian diinterpretasikan serta dilihat signifikansi tiap-tiap variabel yang diteliti. ,Widarjono (2005).

a. Koefisien Determinasi (R^2)

R^2 digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variable dependen. Nilai R^2 adalah antara 0 dan 1. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variable-variabel independent dalam menerangkan variable dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati 1 berarti variable independent memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variable independent.

b. Pengujian Secara Simultan (uji F)

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui secara bersama-sama apakah variabel bebas berpengaruh secara signifikan atau tidak terhadap variabel terikat (Ghozali,2007). Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji dua arah dengan hipotesis sebagai berikut:

- 1) $H_0 : \rho = 0$, artinya tidak ada pengaruh secara signifikan dari variabel bebas secara bersama-sama.
- 2) $H_a : \rho \neq 0$, Artinya ada pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari seluruh variable independent terhadap variable dependen.

Untuk menguji hipotesis ini digunakan statistik F dengan membandingkan nilai F hasil perhitungan dengan nilai F menurut tabel. Bila nilai F hitung lebih besar daripada nilai F tabel, maka H_0 ditolak dan menerima H_a . Selain itu, pengujian ini juga dapat dilihat dari tingkat probabilitas dari uji F. Dengan tingkat kepercayaan 95%, kriteria pengujian ini adalah jika nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a .

c. Pengujian Secara Parsial (uji t)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Melakukan uji t bisa dilakukan dengan cara membandingkan antara t hitung dengan t tabel. Apabila nilai statistik t hasil perhitungan lebih tinggi dibandingkan t tabel, kita menerima hipotesis alternatif yang menyatakan bahwa suatu variabel independen secara individual mempengaruhi variabel

dependen. Seperti pada uji F, pengujian t juga dapat dilihat dari nilai probabilitasnya.

- 1) H_0 ditolak dan H_a diterima apabila tingkat signifikansi $< 0,05$ atau;
- 2) H_0 diterima dan H_a ditolak apabila tingkat signifikansi $> 0,05$.

Besarnya pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat dapat dilihat dari koefisien regresinya. Apabila koefisien regresi bernilai positif, maka variabel tersebut memiliki pengaruh yang positif. Apabila koefisien regresi bertanda negatif, berarti variabel tersebut memiliki pengaruh yang negatif.



DAFTAR PUSTAKA

- Ambarwati, Sri Dwi Ari, 2010. **Manajemen Keuangan Lanjut**, Edisi 1, Penerbit: Graha Ilmu, Yogyakarta.
- Bahagia, Malla., 2008. **Analisis Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen dan Kwbijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan dengan Pendekatan Structural Equation Modeling (SEM)**, Jurnal: UIN Syarifhidayatullah, Jakarta.
- Brigham, E.F. dan Gapenski, Louis C. 1996. **Intermediate Finance Management**, Edisi 5, Penerbit: The Dryden Press, Harbor Drive.
- Brigham, E.F., dan Joel F. Houston, 2006. **Dasar-dasar Manajemen Keuangan**, Penerbit: Salemba Empat (terjemahan), Jakarta.
- Brigham, Eugenie F., 1992. “**Fundamental of Financial Mangement**”, Edisi 6, Penerbit: The Dryden Press, Edisi Internasional.
- Fabozzi, Frank, J., dan Franco Modigliani, 2003. **Capital Markets, Institutions and Instruments**, Edisi 3, Penerbit: Prentice Hall, New Jersey.
- Fama, E.F, 1978. **The Effects Of a Firm’s Investment and Financing Decisions on The Welfare of Its Security Holders**, *The Modern Theory Of Corporate Finance*; Vol 68. No.3, pp. 22-38.
- Fama, E.F, 1980. **Agency problems and the theory of the firm**, *Journal of political economy* 88 (2): 289-307.
- Fama, E.F., dan K.R.French, 1998. **Taxes, Financing Decision, and Firm Value**, *The Journal Of Finance*; Vol.LIII. No.3, June, PP.819-843.
- Ghozali, Imam dan Anis Chariri, 2007. **Teori Akuntansi**, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Ghozali, Imam, 2001. **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**, Penerbit: BP UNDIP, Semarang.
- Harjito, A., dan Martono, 2005. **Manajemen Keuangan**, Yogyakarta.
- Harmono, 2011. **Manajemen Keuangan**, Edisi 1, Penerbit: Bumi Aksara, Jakarta

- Hasnawati, Sri, 2005. **Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta**, *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol. 9, No. 2
- Horne, James C.V dan Wachowicz Jr., 2007. **Fundamental of Financial Management**, Penerbit: Salemba Empat (terjemahan), Jakarta
- Holmstrom, B., dan P. Milgrom, 1987. **Aggregation and Linearity in Principal Agent Contract**, *Econometrica*, Vol. 55 (2).
- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti, 2012. **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan**. Edisi 6, Penerbit: UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Jensen, M.C, 2001. **Value Maximization, Stakeholders Theory, and The Corporate Objective Function**, Working Paper; No.01-09. Harvard Business School.
- Jogiyanto, 2003. **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, Edisi 3, Penerbit: BPFE, Yogyakarta.
- Joni dan Lina. 2010. **Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal**. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.12, No.2.
- Kallapur, S., dan Mark A.T, 1999. **The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth**, *Journal of Business & Accounting*.
- Kasmir, 2008. **Analisis Laporan Keuangan**, Penerbit: Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Kasmir, 2010. **Pengantar Manajemen Keuangan**, Edisi 1, Penerbit: Kencana, Jakarta.
- Keown, Arthur J. Martin, John D. Petty, J William Scott, dan David F. JR, 2005. **Financial Management, Principles and Applications**, Edisi 10, Pearson Education, New Jersey.
- Lintner, J. 1956. **Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes**, *American Economics Review* 46: 97-113.
- Modigliani, F., dan M. H. Miller. 1958. **The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment**, *American Economics Review* 13 (3): 261-297.

- Nasution, Anwar, 1990. **Tinjauan Ekonomi atas Dampak Paket Deregulasi Tahun 1998 pada Sistem Keuangan Indonesia**, Penerbit: PAU-Ekonomi-UI & PT Gramedia, Jakarta.
- Prihadi, Toto, 2013, **Capital Budgeting and Fixed Asset Management**, Penerbit: PPM, Jakarta Pusat.
- Putrakrisnanda, 2009. **Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Mnfaktur di Indonesia**, (online), (www..scribd.com).
- Riyanto, Bambang, 1989. **Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan**, Penerbit: YBP Gajah Mada, Yogyakarta.
- Saidi, 2004, **Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ Tahun 1997-2002**, Jurnal Bisnis dan Ekonomi, Vo.XI (1).
- Sartono, R. A. 2001. **Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi**. Edisi 4, BPFE, Yogyakarta.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander, Jeffery V. Bailey, 1995. **Investments**, Edisi 6, Penerbit: Prentice Hall, New Jersey.
- Smith, Jay M, K. Fred Skousen, Earl K. Stice dan James D. Stice, 1983. **Intermediate Accounting, Comprehensive Volume**, Edisi 12, South-Western College Publishing, Cincinnati Ohio.
- Sudana, I Made 2011. **Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktek**, Penerbit: Erlangga, Jakarta.
- Sugiyono, 2009. **Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D**, Penerbit: Alfabeta, Jakarta
- Widoatmodjo, Sawidji, 2009. **Pasar Modal Indonesia**, Penerbit: Ghalia Indonesia, Bogor.

www.idx.co.id



