

DAFTAR ISI

Halaman

LEMBAR PENGESAHAN

LEMBAR PERSEMBAHAN

LEMBAR PERNYATAAN

ABSTRAK

KATA PENGANTAR.....i

DAFTAR ISIiv

DAFTAR TABELvii

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah	5
1.3 Tujuan Penelitian.....	6
1.4 Manfaat Penelitian.....	6
1.5 Sistematika Penulisan.....	7

BAB II TINJAUAN LITERATUR

2.1 Struktur Modal.....	8
2.1.1 Unsur-unsur Struktur Modal.....	10
2.1.2 Struktur Modal Optimal.....	15
2.1.3 Teori Struktur Modal	16
2.2 Dividen	25
2.2.1 Teori kebijakan dividen	27
2.2.2 Kebijakan Dividen dan Praktiknya.....	30
2.2.3 Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen..	31
2.2.4 <i>Stock repurchase, stock dividend, stock split</i>	33
2.3 Pengertian Biaya Modal	36
2.3.1 Biaya Modal Individual	38

2.3.2	Biaya Modal Keseluruhan	46
2.4	Tinjauan Penelitian Terdahulu	47
2.5	Kerangka Teoritis	48
2.6	Hipotesis Penelitian.....	48

BAB III METODE PENELITIAN

3.1	Objek Penelitian	49
3.2	Populasi dan Sampel.....	49
3.2.1	Populasi.....	49
3.2.2	Sampel.....	51
3.3	Teknik Pengumpulan Data	52
3.4	Variabel Penelitian	52
3.4.1	<i>Variabel Independent</i> (Variabel bebas).....	52
3.4.2	<i>Variabel Dependent</i> (Variabel terikat)	53
3.5	Operasionalisasi Variabel.....	53
3.6	Metode Analisis Data.....	54
3.6.1	Analisis Deskriptif	54
3.6.2	Uji Asumsi Klasik.....	56
3.6.3	Analisis Regresi Linier Berganda	57
3.6.4	Uji Hipotesis	58

BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1.	Gambaran Umum Perusahaan Sampel	61
4.2.	Analisis Data	61
4.2.1.	Analisis Deskriptif	61
4.2.2.	Uji Asumsi Klasik.....	69
4.2.3.	Analisis Regresi Linier Berganda	74
4.2.4.	Uji Hipotesis	75
4.3.	Pembahasan Hasil Penelitian.....	79

BAB V PENUTUP

5.1.	Kesimpulan.....	81
------	-----------------	----

5.2. Implikasi Hasil Penelitian.....	81
5.3. Keterbatasan Penelitian	81
5.4. Saran	82

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

DAFTAR TABEL

	<i>Halaman</i>
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	47
Tabel 3.1 Daftar Perusahaan yang Bergerak Disektor Barang Konsumsi	49
Tabel 3.2 Daftar Perusahaan Sampel Penelitian	51
Tabel 3.3 Operasionalisasi Variabel.....	54
Tabel 4.1 Struktur modal perusahaan.....	62
Tabel 4.2 Kebijakan Dividen.....	64
Tabel 4.3 Nilai Perusahaan	66
Tabel 4.4 Free Cash Flow.....	68
Tabel 4.5 Biaya Modal	70
Tabel 4.6 Hasil Uji Normalitas.....	71
Tabel 4.7 Hasil Uji Normalitas setelah data ditransformasi.....	72
Tabel 4.8 Hasil perhitungan nilai Tolerance dan VIF	73
Tabel 4.9 Hasil Uji Autokorelasi.....	74
Tabel 4.10 Hasil Uji T.....	77
Tabel 4.11 Hasil Uji F.....	79

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perkembangan dan keberhasilan perusahaan mempengaruhi sektor perekonomian suatu negara. Banyak faktor yang mempengaruhi pencapaian titik keberhasilan tersebut, salah satunya kemampuan dalam manajemen keuangan perusahaan, terutama dalam tiga fungsi, yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan pengelolaan aset (Agus Harjito dan Martono, 2001). Kebijakan pendanaan khususnya pendanaan jangka panjang atau sering dikenal dengan struktur modal yaitu bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen dan saham biasa, merupakan bagian yang sangat diperhatikan manajer, karena erat kaitannya dengan lancarnya proses operasi perusahaan yang bersangkutan, dan berdampak pada pencapaian titik keberhasilan suatu perusahaan. Salah satu yang dapat menjadi alat ukur keberhasilan perusahaan adalah nilai perusahaan, yaitu nilai laba masa yang akan datang yang diekspektasi dan dihitung kembali dengan suku bunga yang tepat (Winardi, 2001). Sedangkan menurut Solihan & Taswan, 2002 “Nilai perusahaan sering diindikasikan dengan *price to book value* yang

tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan ke depan. Hal ini juga yang menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab nilai perusahaan yang tinggi mengindikasikan kemakmuran pemegang saham juga tinggi”.

Keputusan memaksimalkan nilai perusahaan dapat dilakukan dengan perencanaan struktur modal dan penetapan kebijakan dividen (Sri Hasnawati,

2005). Kebijakan dividen berkaitan dengan pengelolaan *earning after tax* (EAT), apakah semua atau sebagian besar EAT diberikan kepada pemegang saham, yang berbentuk dividen atau semua atau sebagian besar EAT diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (*retained earning*). Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi EAT sebagai dividen, maka akan mengurangi jumlah laba yang ditahan dan berdampak pada sedikitnya sumber dana internal dalam pengembangan usaha, begitu juga sebaliknya, bila perusahaan memutuskan untuk menginvestasikan kembali EAT ke dalam perusahaan, maka sumber dana internal perusahaan besar dalam pengembangan usaha.

Menurut Martono dan Agus Harjito (2005) dalam Susanti (2010), “nilai perusahaan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan membayar dividen. Besarnya dividen dapat mempengaruhi harga saham, 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 laba perusahaan besar, maka kemampuan membayar dividen juga besar. Oleh karena itu, dengan dividen yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan.”

Ada beberapa teori yang muncul berkaitan pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, diantaranya teori ketidarelevanan dividen (*dividend irrelevance theory*) dan teori *Bird-in-the-hand*, yang keduanya saling bertentangan. Menurut *irrelevance theory* yang dianjurkan Merton Miller dan Franco Modigliani (1958), dikatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Mereka

berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan hanya akan ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba serta risiko bisnisnya, dengan kata lain, nilai suatu perusahaan tergantung pada pendapatan yang dihasilkan aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi diantara dividen dan laba ditahan. Berbeda dengan teori irrelevansi menurut teori *bird in the hand* yang diajukanhn Myron Gordon dan John Lintner (1959), yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimumkan oleh rasio pembayaran dividen yang tinggi, karena investor menganggap bahwa risiko dividen tidak sebesar kenaikan biaya modal, sehingga investor lebih menyukai keuntungan dalam bentuk dividen daripada keuntungan yang diharapkan dari kenaikan nilai modal.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Ishaq (2009) dalam Susanti (2010), dan Hasnawati (2005), adanya hubungan positif antara *investment opportunities* dan dividen terhadap nilai perusahaan, berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Haruman (2007) dalam Susanti (2010), yang menyatakan adanya hubungan negatif. Sedangkan menurut hasil penelitian Chandra (2007) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh struktur modal terhadap produktivitas aktiva, kinerja keuangan dan nilai perusahaan”, membuktikan hanya perusahaan besar saja yang secara meyakinkan menemukan adanya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Gultom dan Syarif (2008) yang berjudul „Pengaruh kebijakan *leverage*, kebijakan dividen, dan *Earning per share* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia“, disimpulkan bahwa kebijakan *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, lain halnya dengan kebijakan

dividen dan *earning per share* yang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pada dasarnya struktur modal dan kebijakan dividen suatu perusahaan, erat kaitannya dengan pasar modal. Pasar modal adalah pasar yang memperjualbelikan produk perdana yang bersifat abstrak. Sedangkan bentuk konkritnya, produk yang diperjualbelikan di pasar modal berupa lembar surat berharga di bursa efek. Bursa efek adalah sistem yang terorganisasi dengan mekanisme resmi untuk mempertemukan penjual dan pembeli sekuritas secara langsung atau melalui wakil-wakilnya. Dengan kata lain, pasar modal atau bursa efek merupakan wadah yang sering dimanfaatkan oleh perusahaan dalam pencarian sumber modal bagi perusahaan, yang akan berdampak pada kebijakan dividen dan nilai perusahaan tersebut.

Cakupan tujuan dan misi yang diemban pasar modal Indonesia bersifat lebih luas, sesuai dengan idealisme bangsa Indonesia yang berusaha untuk menjalankan perekonomian yang berdasarkan kekeluargaan. Tiga aspek mendasar yang ingin dicapai pasar modal Indonesia untuk mewujudkan tujuan tersebut, yaitu: mempercepat proses perluasan partisipasi masyarakat dalam pemilikan saham-saham perusahaan, pemasaran pendapatan masyarakat melalui pemilikan saham, dan menggairahkan masyarakat dalam mengerahkan dan perhimpunan dana untuk digunakan secara produktif.

Pemilihan sektor industri barang konsumsi, tidak terlepas dari keberadaan industri sebagai pemimpin sektor, yaitu dengan adanya pembangunan industri maka akan memacu dan mengangkat sektor-sektor lainnya seperti pertanian dan jasa. Hal ini juga membuktikan pentingnya sektor industri dalam pembangunan

ekonomi Indonesia, sehingga mampu menggeser struktur perekonomian Indonesia yang berbasis agraris menjadi perekonomian yang berbasis industry (Hill, 2000). Perkembangan industri barang konsumsi, merupakan tuntutan dari derasnya permintaan pasar, sehingga bisa memenuhi harapan-harapan yang muncul, seperti banyaknya pilihan produk yang tersedia dalam pemenuhan kebutuhan, semakin meningkatnya kualitas produk yang diberikan, karena semakin meningkatnya persaingan dalam mencapai target pasar yang ditentukan perusahaan, penekanan biaya memperoleh produk yang dibutuhkan, dan membutuhkan waktu yang relatif singkat untuk memperoleh produk yang dibutuhkan. Hal inilah yang menjadi dasar ketertarikan penulis untuk melakukan penelitian yang berjudul “**Analisis Pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Sektor Industri Barang Konsumsi yang *Listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2006-2010**”.

1.2 Rumusan Masalah

Adapun rumusan masalah pada laporan ini adalah:

1. Apakah ada pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada sektor industri barang konsumsi yang *listing* di BEI periode 2006-2010?
2. Apakah ada pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada sektor industri barang konsumsi yang *listing* di BEI periode 2006-2010?
3. Apakah ada pengaruh kebijakan stuktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada sektor industri barang konsumsi yang *listing* di BEI periode 2006-2010?

1.3 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian yang penulis lakukan pada laporan ini adalah:

1. Untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada sektor industri barang konsumsi yang *listing* di BEI periode 2006-2010.
2. Untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada sektor industri barang konsumsi yang *listing* di BEI periode 2006-2010.
3. Untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh kebijakan struktur modal dan dividen secara bersamaan terhadap nilai perusahaan pada sektor industri barang konsumsi yang *listing* di BEI periode 2006-2010.

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari hasil penelitian ini adalah:

1. Bagi penulis, penelitian ini dapat menambah pemahaman mengenai pengaruh kebijakan struktur modal dan dividen terhadap nilai perusahaan.
2. Bagi pembaca, penelitian ini diharapkan bermanfaat sebagai bahan referensi dan dapat dijadikan bahan acuan bagi penelitian selanjutnya yang ada relevansinya dengan masalah tersebut. Bagi investor, penelitian ini diharapkan dapat dijadikan sebagai pertimbangan dalam pengambilan keputusan untuk melakukan investasi pada perusahaan-perusahaan yang ada di BEI.

1.5 Sistematika Penulisan

Secara garis besar penelitian ini disajikan ke dalam lima bab, dengan sistematika pembahasan sebagai berikut:

BAB I: Merupakan pendahuluan yang terdiri dari latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

BAB II: Merupakan tinjauan literatur yang membahas teori yang relevan dengan penelitian yang akan diadakan.

BAB III: Merupakan metode penelitian yang berisi tentang objek penelitian, populasi dan sampel, teknik pengumpulan data, variable penelitian, operasionalisasi variable, dan metode analisis data.

BAB IV: Merupakan analisis data dan pembahasan yang berisi tentang gambaran umum perusahaan sampel dan analisis data.

BAB V: Merupakan penutup yang berisi kesimpulan, implikasi hasil penelitian, keterbatasan penelitian dan saran.

BAB II

TINJAUAN LITERATUR

2.1 Struktur Modal

Struktur modal (*capital structure*) adalah perbandingan atau imbang pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dari sumber modal sendiri berasal dari modal saham, laba ditahan, dan cadangan. Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih mengalami kekurangan (*defisit*) maka perlu dipertimbangkan pendanaan perusahaan yang berasal dari luar, yaitu hutang (*debt financing*). Namun dalam pemenuhan kebutuhan dana, perusahaan harus mencari alternatif-alternatif pendanaan yang efisien. Pendanaan yang efisien akan terjadi bila perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata (k_o), sehingga memaksimalkan nilai perusahaan.

Struktur modal (pembelanjaan dari luar perusahaan) dikelompokkan dalam dua jenis, yakni hutang dan ekuitas (modal sendiri). Menurut Brigham dan Gapenski (1997), keunggulan hutang:

1. Bunga mengurangi pajak, sehingga biaya hutang rendah.
2. Kreditur memperoleh *return* terbatas, sehingga pemegang saham tidak perlu berbagi keuntungan ketika kondisi bisnis sedang maju.

3. Kreditur tidak memiliki hak suara, sehingga pemegang saham dapat mengendalikan perusahaan dengan penyertaan dana yang kecil.

Kelemahan hutang:

1. Hutang biasanya berjangka waktu tertentu, untuk dilunasi tepat waktu.
2. Rasio hutang yang tinggi akan meningkatkan risiko yang selanjutnya akan meningkatkan biaya modal.
3. Bila perusahaan dalam kondisi sulit dan labanya tidak dapat memenuhi beban bunga, maka tidak tertutup kemungkinan dilakukan tindakan likuidasi.

Bauran hutang dan ekuitas untuk pendanaan perusahaan merupakan bahasan utama dari keputusan struktur modal. Bauran modal yang efisien dapat menekan biaya modal (*cost of capital*), yang dapat meningkatkan kembalian ekonomi neto dan meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan yang hanya menggunakan ekuitas disebut "*unlevered firm*", sedangkan yang menggunakan bauran ekuitas dan berbagai macam hutang disebut "*levered firm*".

Pemilihan alternatif penambahan modal yang berasal dari kredit (hutang) pada umumnya didasarkan pada pertimbangan murah. Dikatakan murah, karena biaya bunga yang harus ditanggung lebih kecil dari laba yang diperoleh dari pemanfaatan hutang tersebut. Sesuai dengan *EBIT – EPS analysis* (Gitman, 1994) "bila biaya bunga hutang murah, perusahaan akan lebih beruntung menggunakan sumber modal berupa hutang yang lebih banyak, karena menghasilkan laba per saham (EPS) yang makin banyak.

2.1.1 Unsur-unsur Struktur Modal

Unsur-unsur struktur modal yang pokok dalam perusahaan dapat dibedakan menjadi 2, yaitu :

1. Modal sendiri (*equity*)

Modal sendiri (*equity*) adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan yang tertanam dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak terlalu lama (B. Riyanto, 1998). Oleh Karen itu modal sendiri ditinjau dari sudut likuiditas merupakan dana jangka panjang yang tidak tertentu waktunya. Menurut Brigham dan Houston (2006) modal sendiri adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan yang sifatnya tetap dan merupakan hasil operasional perusahaan yang sifatnya bekerja tetap atau permanen di dalam perusahaan. Adapun beberapa karakteristik dari modal sendiri adalah memperhatikan kontinuitas dan keselamatan perusahaan, dapat mempengaruhi politik atau kebijaksanaan perusahaan, pemberin dividen sangat tergantung kepada laba, modal sendiri yang bersifat tetap dan tidak memiliki jatuh tempo, hak dari modal sendiri setelah modal hutang.

Modal sendiri (*equity*) dapat berasal dari *common stock*, *paid in capital*, *retained earning*, dan dikurangi *treasury stock* atau *internal equity* (Indrawati dan Suhendro, 2006). Selain itu modal sendiri (*equity*) ada yang berasal dari luar perusahaan itu sendiri (*intern*). Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan yaitu modal yang dihasilkan atau dibentuk sendiri di dalam perusahaan. Atau modal sendiri yang berasal dari sumber *intern* ialah dalam bentuk keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Adapun modal yang berasal dari sumber *ekstern* ialah yang berasal dari pemilik perusahaan atau modal yang diperoleh apabila

perusahaan menjual sahamnya kepada investor. Modal yang berasal dari pemilik perusahaan ada berbagai macam bentuknya, yaitu menurut bentuk hukum dari masing-masing perusahaan yang bersangkutan.

Modal sendiri di dalam suatu perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT) terdiri dari:

a. Modal saham

Saham adalah bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu PT. Bagi perusahaan yang bersangkutan, yang diterima dari hasil penjualan sahamnya akan tertanam di dalam perusahaan tersebut selama hidupnya, meski bagi pemegang saham sendiri itu bukanlah merupakan penanaman yang permanen, Karena setiap waktu pemegang saham dapat menjual sahamnya. Menurut Wild et.al (2005) ada dua jenis saham yaitu saham biasa (*common stock*) dan saham istimewa (*preferen stock*).

Saham biasa (*common stock*) adalah saham yang kepemilikannya berada ditangan publik tanpa hak-hak istimewa. Saham biasa mencakup kepemilikan dalam perusahaan, pemegang saham merupakan pemilik perusahaan. Saham biasa tidak memiliki masa jatuh tempo melainkan akan tetap ada selama perusahaan berdiri. Saham biasa juga tidak memiliki batas atas terhadap pembayaran dividennya. Jika terjadi kebangkrutan, pemegang saham biasa selaku pemilik perusahaan tidak dapat menagih aktiva sebelum pihak kreditor perusahaan, termasuk pemegang obligasi dan saham preferen, telah dipenuhi kewajibannya. Namun, kewajiban pemegang saham biasa, tetap terbatas pada jumlah investasi mereka. Pemegang saham biasa berhak untuk mengangkat dewan komisaris dan secara umum merupakan satu-satunya pemegang

sekuritas yang memiliki hak suara. Hak didahulukan (*preemptive rights*) mengizinkan pemegang saham biasa mempertahankan bagian proporsional dalam kepemilikan perusahaan.

Sedangkan saham preferen (*preferen stock*) adalah saham yang diberikan kepada pemilik perusahaan yang memiliki keistimewaan dibandingkan dengan saham biasa. Saham preferen tidak memiliki tanggal jatuh tempo yang ditetapkan dan jumlah dividennya tetap. Adapun beberapa karakteristik yang sering digunakan untuk saham preferen yaitu saham preferen tidak memiliki berbagai kelas, saham preferen memiliki prioritas untuk menagih aktiva dan pendapatan dibanding saham biasa, dividen jika belum dibayarkan seperti yang telah dijanjikan harus dibayar sebelum dividen saham biasa dibayar sehingga dikatakan bersifat kumulatif, persyaratan perlindungan dimasukkan dalam kontrak pemegang saham preferen dengan tujuan untuk mengurangi risiko investor, banyak dari saham preferen dapat berubah (konvertibilitas) untuk menjadi saham biasa. Adapun keistimewaan yang dimiliki oleh saham istimewa yaitu lebih didahulukan pembayaran dividennya, jika perusahaan likuidasi didahulukan hak pemegang saham istimewa, dividen ditentukan berdasarkan persentase yang telah ditentukan sebelumnya. Selain mempunyai keistimewaan, saham preferen juga mempunyai kelemahan yaitu tidak memiliki hak suara dalam rapat umum pemegang saham (RUPS), pemegang saham preferen akan menerima dividen jika perusahaan mendapatkan keuntungan (Amirya, 2007).

b. Cadangan

Cadangan yang dimaksudkan sebagai cadangan yang dibentuk dari keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan selama beberapa waktu yang lampau atau dari tahun berjalan (*reserve that are surplus*).

Tidak semua cadangan termasuk dalam pengertian modal sendiri.

Cadangan yang termasuk dalam modal sendiri antara lain:

- i. Cadangan ekspansi.
- ii. Cadangan modal kerja.
- iii. Cadangan selisih kurs.
- iv. Cadangan untuk menampung hal-hal atau kejadian yang tidak diduga sebelumnya (cadangan umum).

c. Laba ditahan

Keuntungan yang diperoleh oleh suatu perusahaan dapat sebagian dibayarkan sebagai dividen dan sebagian ditahan oleh perusahaan. Apabila penahanan keuntungan tersebut sudah dengan tujuan tertentu, maka dibentuklah cadangan sebagaimana diuraikan di atas. Apabila perusahaan belum mempunyai tujuan tertentu mengenai penggunaan keuntungan tersebut, maka keuntungan tersebut merupakan keuntungan yang ditahan (*retained earning*). Besar kecilnya hak-hak yang dimiliki oleh pemilik modal sendiri dalam perusahaan yang berbeda satu sama lainnya, tergantung dari kepemilikan relatif atas saham yang dimiliki dalam perbandingannya dengan jumlah saham yang beredar.

2. Hutang jangka panjang atau modal asing (*long term debt*)

Menurut B. Riyanto (1998), modal asing disebut juga hutang jangka panjang adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya hanya sementara bekerja di dalam perusahaan, dan bagi perusahaan yang bersangkutan modal tersebut merupakan hutang atau kewajiban yang harus dibayar kembali saat jatuh temponya ditambah dengan bunga. Jadi hutang jangka panjang merupakan hutang-hutang yang pembayarannya akan dilakukan dalam jangka waktu lebih dari satu tahun. Adapun karakteristik dari modal asing ini adalah memperhatikan kepentingan sendiri atau kreditur, tidak mempengaruhi politik/kebijaksanaan pelanggaran perusahaan, pembayaran bunga pada modal asing ini tidak terkait dengan keuntungan, modal asing ini hanya bersifat sementara dan memiliki jatuh tempo, hak dari modal asing ini lebih didahulukan.

Dari segi pemilik perusahaan, hutang dianggap sebagai salah satu alternatif pembiayaan yang cukup menarik, karena penggunaan hutang menimbulkan biaya modal setelah pajak yang relatif rendah dibandingkan dengan sumber pendanaan lainnya. Hutang harus dibayar pada waktu yang telah ditentukan ditambah dengan bunga. Karena kegagalan untuk membayar hutang dan bunganya akan mengakibatkan para pemilik akan kehilangan kontrol terhadap perusahaan. Hal ini disebabkan adanya klaim dari kreditur kepada perusahaan atas jumlah yang dipinjamkan. Disamping itu biaya bunga hutang akan membayar pajak lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang hanya mengandalkan modal sendiri sebagai sumber pembiayaannya.

Dalam pengertian struktur modal, modal asing yang dimaksudkan adalah hutang jangka panjang yaitu semua hutang atau kewajiban yang jatuh temponya

lebih dari satu periode satu tahun atau periode akuntansi. Penambahan hutang dalam struktur modal akan meningkatkan risiko keuangan sebagai akibat meningkatnya *leverage* keuangan perusahaan.

2.1.2 Struktur Modal Optimal

Tujuan manajemen struktur modal adalah memadukan sumber dana permanen yang digunakan perusahaan dengan cara memaksimalkan harga saham perusahaan. Sebaliknya, tujuan ini bisa dipandang sebagai pencarian terhadap panduan dana yang akan menimbulkan campuran biaya modal perusahaan. Struktur modal optimal apabila manajemen dapat memadukan sumber dana permanen yang digunakan perusahaan (Keown et.al, 2000). Struktur modal optimal diperkirakan diidentifikasi dengan target rasio hutang. Target mencerminkan kemampuan perusahaan memenuhi biaya pendanaan tetap dan juga mempertimbangkan risiko bisnis yang dihadapi perusahaan.

Struktur modal optimal (Horne dan Wachowicz, 1999) adalah struktur modal yang meminimalkan biaya modal perusahaan sehingga memaksimalkan nilai perusahaan. Berarti dalam penempatan suatu komposisi yang optimum dari struktur modal, manajemen dihadapkan kepada *trade-off* antara penggunaan hutang pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti penggunaan hutang disuatu sisi akan memperbesar nilai perusahaan dan akan mengurangi biaya modal rata-rata. Namun, disisi lain peningkatan jumlah hutang yang digunakan perusahaan akan berakibat kepada adanya potensi kebangkrutan yang akan dihadapi perusahaan.

Struktur modal yang optimal adalah struktur yang memaksimalkan harga dari saham perusahaan, dan hal ini biasanya meminta rasio hutang yang lebih

rendah daripada rasio yang memaksimalkan *Earning per Share* (EPS) yang diharapkan (Brigham dan Houston, 2006). Perusahaan dengan laba yang tinggi akan mampu membayar dividen yang lebih tinggi, sehingga berkaitan dengan laba per saham yang akan naik, maka *leverage* akan dapat menaikkan harga saham. Akan tetapi, tingkat hutang yang lebih tinggi juga akan meningkatkan risiko perusahaan, dan hal tersebut akan menaikkan biaya ekuitas dan dapat menurunkan risiko perusahaan. Jadi, struktur modal yang optimal harus mencapai suatu keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan. Di setiap waktu, manajemen yang memiliki suatu struktur modal sasaran yang spesifik di dalam pikirannya yang diasumsikan sebagai sasaran yang optimal, meskipun hal tersebut dapat berubah dari waktu ke waktu (Brigham dan Houston, 2006).

2.1.3 Teori Struktur Modal

Kecendrungan perusahaan yang semakin banyak menggunakan hutang, tanpa disadari secara berangsur-angsur, akan menimbulkan kewajiban yang makin berat bagi perusahaan saat harus melunasi hutang tersebut. Tidak jarang perusahaan-perusahaan yang akhirnya tidak mampu memenuhi kewajiban tersebut, dan bahkan dinyatakan pailit. Hingga kini belum ada rumus matematik yang tepat untuk menentukan jumlah optimal dari hutang dan ekuitas dalam struktur modal (Seitz, 1984). Pedoman umum hanyalah mencari hutang sebanyak mungkin tanpa meningkatkan risiko atau menurunkan fleksibilitas perusahaan.

Franco Modigliani dan Merton Miller adalah bapak dari teori struktur modal (Groth dan Anderson, 1997). Pada tahun 1958, dalam *American Economic Review* 48 (Juni, 1958) yang berjudul *The Cost of Capital, Corporate Finance,*

and The Theory Investment, mereka mengemukakan teori struktur modal dengan berbagai asumsi yang tidak mungkin terjadi, akan tetapi sangat membantu dalam memahami bagaimana perusahaan menentukan bauran pendanaan yang berasal dari hutang dan ekuitas secara benar (Siaw, 1999). Asumsi-asumsi yang mendasari adalah:

1. Semua aktiva berwujud dimiliki oleh perusahaan.
2. Pasar modal sempurna (tidak ada pajak, tidak ada biaya transaksi, dan tidak ada biaya kebangkrutan).
3. Perusahaan hanya dapat menerbitkan dua macam sekuritas, yakni ekuitas yang berisiko dan hutang bebas risiko.
4. Individu maupun perusahaan dapat meminjam atau meminjamkan uang dengan tingkat suku bunga bebas risiko.
5. Para investor mempunyai ekspektasi yang sama terhadap keuntungan perusahaan di masa mendatang.
6. Semua perusahaan tidak mengalami pertumbuhan (arus kas diasumsikan konstan dan perpetual, dan semua laba dibagikan dalam bentuk dividen).
7. Semua perusahaan dapat dikelompokkan dalam satu kelompok kembalikan, dan kembalikan saham dari semua perusahaan dalam kelompok tersebut adalah proporsional.

Model tersebut dikenal dengan model MM proporsi 1 tanpa pajak. Proporsi tersebut mengakui bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh strategi pendanaan. Dengan kata lain, nilai perusahaan bergantung pada bagaimana bisnis itu dijalankan dan tidak pada bagaimana uang diperoleh. Penambahan penggunaan hutang biasanya diikuti dengan bertambahnya beban keuangan berupa biaya

bunga. Sesuai dengan proporsi 1, perubahan keputusan pendanaan (struktur modal) tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan kata lain, pemegang saham dihadapkan pada peningkatan risiko keuangan tanpa kompensasi dari meningkatnya nilai perusahaan. Jadi, pemegang saham akan menuntut pengembalian yang lebih tinggi sebagai kompensasi dari meningkatnya risiko, dan hal ini disebut biaya penggunaan saham biasa yang lebih tinggi bagi *levered firm*.

2.1.3.1 Modigliani-Miller Model 2 (MM Model with corporate tax)

Tahun 1963, MM mempublikasikan sebuah artikel dalam *American Economic Review* 53 (Juni, 1963) yang berjudul *Corporate Income Taxes and The Cost of The Capital: A Correction*, untuk memperbaiki model awal mereka dengan memperhitungkan adanya pajak perseroan (akan tetapi tetap mengabaikan pajak perorangan). (Brigham dan Ehrhardt, 2005). Kehadiran pajak perseroan, mempengaruhi proporsi awal pada model MM-1.

Dari Model MM-2, dapat dipetik dua hal utama yang berbeda dengan model MM-1, yaitu:

1. Dalam proporsi 1, struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.
Dalam kenyataan, struktur modal mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
2. Dengan adanya pajak perseroan, diperoleh dua manfaat penggunaan hutang, yakni:
 - a. Hutang merupakan sumber modal yang lebih murah daripada ekuitas.
 - b. Biaya bunga menjadi elemen pengurang pajak.

2.1.3.1.1 Kritik terhadap Model MM dan Miller

Kritik terhadap model MM dan Miller berkaitan dengan relevansi dari asumsi-asumsi yang digunakan dalam model. Beberapa kritik terhadap model tersebut dapat diungkapkan sebagai berikut (Siaw, 1999 dan Brigham dan Erhardt, 2005:595-597):

1. Proporsi model didasarkan pada konsep arbitrase, dengan asumsi bahwa beban keuangan perusahaan kondisinya sama persis dengan beban keuangan yang dialami oleh investor secara individual. Asumsi ini benar, bila arbitrase personal tanpa risiko, karena investor bertanggung jawab atas investasi awal dan peminjam dana (hutang) yang ditentukan untuk dirinya sendiri.
2. Asumsi bahwa tidak ada biaya transaksi adalah tidak benar dalam berbagai situasi, khususnya untuk investor dalam menentukan struktur modal individual secara bersama-sama.
3. Asumsi bahwa perorangan maupun perusahaan dapat meminjam uang dengan tingkat suku bunga yang sama adalah tidak benar, karena sering kali suku bunga bagi perusahaan lebih rendah dari perseorangan.
4. Model tersebut tidak memperhitungkan adanya perbedaan struktur pajak yang (mungkin) dihadapi oleh perusahaan berkaitan dengan hasil penjualan dan perolehan laba. Dengan kata lain, pajak perseroan yang sditanggung perusahaan dapat berubah seturut dengan perubahan laba yang diperoleh, dan tentunya akan berpengaruh terhadap manfaat pajak yang diperoleh.

5. Dalam model MM dan Miller, manfaat pajak (dari pengurangan pajak perseroan atas biaya bunga) meningkat seturut dengan peningkatan jumlah hutang. Hal ini didasarkan pada asumsi bahwa biaya hutang tidak berubah dan perusahaan dapat menggunakan pembayaran biaya bunga untuk mengurangi pajak dengan persentase yang sama. Keadaan semacam ini tidak benar, sebab:
 - a. Perusahaan tidak dapat 100% didanai dengan hutang. Kreditur biasanya menginginkan perusahaan menanamkan sejumlah uang terlebih dahulu.
 - b. Direktorat pajak memandang bahwa hutang 100% merupakan cara perusahaan untuk memperoleh pengurangan pajak. Dalam hal ini, Direktorat Pajak menentukan batas maksimum hutang yang dianggap layak bagi suatu perusahaan, sehingga jumlah hutang yang melampaui batas tersebut akan diperhitungkan sebagai ekuitas.

2.1.3.1.2 Biaya beban keuangan dan keagenan

Setelah model MM dan Miller, muncul model-model lain yang memperhitungkan biaya-biaya yang ditanggung perusahaan dan dapat mempengaruhi struktur modalnya. Ada dua jenis biaya yang ditanggung perusahaan atas penggunaan hutang, yaitu biaya beban keuangan dan biaya keagenan (Siaw, 1999 dan Megginson, 1997: 323-338):

1. Biaya beban keuangan

Perusahaan memang dapat menikmati bertambahnya penghematan pajak yang diperoleh dari bertambahnya hutang, akan tetapi pendanaan yang berasal dari juga dapat meningkatkan kemungkinan perusahaan mengalami

kebangkrutan karena bertambahnya beban bunga. Perusahaan bisa menangguhkan pembayaran dividen, tetapi pembayaran bunga tetap harus dipenuhi tepat waktu dan jumlahnya. Kegagalan perusahaan untuk memenuhi kewajiban pembayaran bunga disebabkan oleh kas yang dimiliki tidak cukup dan dapat mengakibatkan perusahaan menanggung beban keuangan, dan wujud beban keuangan yang paling berat adalah kebangkrutan.

Biaya beban keuangan dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu:

- a. Biaya beban keuangan langsung, yang ditanggung perusahaan adalah biaya pengesahan secara hukum dan biaya administrasi yang berkaitan dengan kebangkrutan dan reorganisasi.
- b. Biaya beban keuangan tidak langsung, biaya ini bersifat implisit yang ditanggung oleh perusahaan dalam situasi yang sangat berat (tetapi tidak bangkrut), antara lain biaya modal lebih tinggi, penurunan penjualan dan hilangnya kepercayaan pelanggan, manajer, dan pekerja melakukan tindakan-tindakan drastis (mengurangi kapasitas, menekan biaya secara drastis, atau menjual aktiva) yang dapat menyusutkan nilai perusahaan, dan perusahaan tidak dapat mempertahankan keberadaan manajer-manajer dan para pekerja yang berkualitas.

2. Biaya keagenan

Teori yang memperhitungkan biaya keagenan pertama kali dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976 yang dipublikasikan dalam *Journal of Financial Economic* volume 3 nomor 4 pada bulan Oktober 1976 dengan judul *Theory of The Firm: Managerial*

behavior, Agency costs and ownership structure. Teori tersebut menegaskan bahwa struktur keuangan dipengaruhi oleh insentif dan perilaku dari pembuat keputusan (pihak manajemen). Jansen dan Meckling mengemukakan adanya dua potensi konflik, yaitu:

a. Konflik antara pemegang saham dan kreditur

Kreditur menerima uang dalam jumlah tetap dari perusahaan (bunga hutang), sedangkan pendapatan pemegang saham bergantung pada besar laba perusahaan. Dalam situasi ini, kreditur lebih memperhatikan kemampuan perusahaan untuk membayar kembali hutangnya, dan pemegang saham lebih memperhatikan kemampuan perusahaan dalam meraih laba yang banyak. Cara perusahaan untuk memperoleh kembalian yang besar adalah melakukan investasi pada proyek-proyek yang berisiko. Apabila pelaksanaan proyek yang berisiko berhasil, kreditur tidak dapat menikmati keberhasilan tersebut, tetapi bila proyek mengalami kegagalan, kreditur mungkin akan menderita kerugian akibat dari ketidakmampuan pemegang saham memenuhi kewajibannya.

Untuk mengantisipasi kerugian, kreditur menggunakan biaya keagenan hutang, dalam bentuk pembatasan penggunaan hutang oleh manajer. Salah satu pembatasan adalah membatasi jumlah penggunaan hutang untuk investasi dalam proyek baru (seperti *capital rationing*)

b. Konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen

Pihak manajemen tidak selalu bertindak yang terbaik untuk kepentingan pemegang saham, tetapi agak mengarah kepada

kepentingan dirinya sendiri. Akibatnya, pemegang saham menanggung biaya keagenan ekuitas untuk memantau kegiatan pihak manajemen. Salah satu biaya keagenan adalah kompensasi bagi akuntan publik untuk mengaudit perusahaan.

Kedua macam biaya keagenan mempunyai sifat yang berlawanan. Tindakan pihak manajemen mengarah pada pemenuhan kepentingan dirinya sendiri, bila kepemilikan atas perusahaan kecil. Untuk mengatasi hal itu, kepemilikan manajerial dapat ditingkatkan dengan cara mengubah sebagian ekuitas perusahaan yang dimiliki oleh pemegang saham menjadi hutang. Tindakan tersebut tentunya akan meningkatkan risiko kreditur karena perusahaan harus menanggung beban biaya bunga yang lebih banyak, yang berarti biaya keagenan hutang meningkat.

Ketika perusahaan menggunakan hutang dalam memenuhi kebutuhan modalnya, dia menikmati manfaat pajak berupa penghematan pajak, tetapi juga harus menanggung biaya beban keuangan dan biaya keagenan. Oleh sebab itu, nilai *levered firm* dapat ditentukan sebagai berikut:

Nilai perusahaan dengan hutang = Nilai perusahaan + penghematan pajak – Biaya beban keuangan – biaya keagenan

Nilai perusahaan maksimum ketika struktur modal optimal tercapai karena pada saat itu biaya modalnya paling rendah.

2.1.3.2 Teori-teori berdasarkan perilaku manajemen

Akhir-akhir ini banyak dilakukan pengembangan teori struktur modal yang didasarkan pada model perilaku manajemen (Laurent, 2000). Meskipun demikian sampai saat ini masih banyak penelitian-penelitian yang mendasarkan pada ide

dari teori-teori *trade-off* yang memperhitungkan peningkatan komponen biaya terkait dalam banyaknya hutang, untuk dihadapkan dengan penghematan pajak atas bunga hutang. Teori-teori struktur modal yang didasarkan pada model perilaku manajemen, antara lain:

2.1.3.2.1 *Signaling effect*

Teori ini didasarkan pada premis bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer. Jadi, ada informasi yang tidak simetri (*assymmetric information*) antara manajer dan pemegang saham. Akibatnya, ketika struktur modal perusahaan mengalami perubahan, hal itu dapat membawa informasi kepada pemegang saham yang akan mengakibatkan nilai perusahaan berubah. Dengan kata lain, terjadi pertanda (sinyal).

Stephen A. Ross pada tahun 1977 dalam *Bell Journal of Economics* volume 8, dengan judul *The Determinants of financial structure: the Incentive Signaling Approach*, menyatakan bahwa ketika perusahaan menerbitkan hutang baru, menjadi tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan investor potensial tentang prospek perusahaan di masa mendatang mengalami peningkatan (Megginson, 1997). Dasar pertimbangannya adalah perubahan hutang berarti keterbatasan arus kas dan biaya-biaya beban keuangan juga meningkat, dan manajer hanya akan menerbitkan hutang baru yang lebih banyak jika mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajibannya. Penelitian lain memperlihatkan bahwa penerbitan saham baru akan menjurus pada tanggapan harga saham negatif, dan pembelian kembali saham yang beredar akan menjurus pada tanggapan harga saham positif (Siaw, 1999). Dasar pertimbangannya adalah

pemegang saham dan investor potensial menganggap penerbitan saham baru merupakan cara manajer untuk mengurangi kepemilikannya atas perusahaan yang peruntungannya jelek (*bad fortune*), sedangkan pembelian kembali saham yang beredar dianggap sebagai cara manajer untuk menikmati kepemilikannya yang besar atas perusahaan yang peruntungannya bagus (*good fortune*).

2.1.3.2.2 Pecking Order Theory

Tahun 1984, Stewart C. Myers dalam *Journal of Finance* volume 39 dengan judul *The Capital Structure Puzzle*, menyatakan bahwa ada semacam tata urutan (*pecking order*) bagi perusahaan dalam menggunakan modal (Ogden, Jen dan O'Connor, 2003). Teorinya menjelaskan bahwa perusahaan lebih mengutamakan pendanaan ekuitas internal (menggunakan laba ditahan) daripada pendanaan ekuitas eksternal (menerbitkan saham baru). Hal ini disebabkan penggunaan laba yang ditahan lebih murah dan tidak perlu mengungkapkan sejumlah informasi perusahaan (yang harus diungkapkan dalam prospectus saat menerbitkan obligasi dan saham baru). Apabila perusahaan membutuhkan pendanaan eksternal, pertama kali akan menerbitkan saham baru. Penerbitan saham baru menduduki urutan terakhir sebab penerbitan saham baru merupakan tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan calon investor tentang kondisi perusahaan saat sekarang dan prospek mendatang yang tidak baik .

2.2 Dividen

Dividen merupakan salah satu keputusan penting untuk memaksimalkan nilai perusahaan disamping keputusan investasi dan struktur modal (keputusan

pemenuhan dana). Manajemen mempunyai dua alternatif perlakuan terhadap EAT perusahaan, yaitu:

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

Biasanya sebagian EAT dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali, oleh karena itu manajemen harus membuat kebijakan (*dividend 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 mengurangi sumber dana intern yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Apabila perusahaan tidak membagikan labanya sebagai dividen, akan bisa memperbesar sumber dana internal dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan.

$$Dividen_{it} = \frac{Div. \text{ per } share_{it}}{EAT \text{ per } share_{it}}$$

Div. per $share_{it}$ = Dividen dibayarkan oleh perusahaan i pada periode t pada setiap lembar saham.

EAT per $share_{it}$ = Besarnya EAT per lembar saham pada perusahaan i periode t.

Persentase dividen yang dibagi dari EAT disebut *dividen payout rate* (DPR)

Prosentasi laba ditahan dari EAT adalah $1 - DPR$

2.2.1 Teori kebijakan dividen

2.2.1.1 Teori dividen tak relevan dari MM

MM berpendapat, nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR, tapi ditentukan oleh 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:

- a. Pasar modal sempurna dimana para investor rasional.
- b. Tidak ada biaya emisi saham baru, jika perusahaan menerbitkan saham baru.
- c. Tidak ada pajak baik perorangan maupun pajak penghasilan perusahaan.
- d. Informasi tentang investasi tersedia untuk setiap individu.

Beberapa ahli menentang pendapat MM tentang dividen tidak relevan dengan menunjukkan adanya biaya emisi saham baru yang akan mempengaruhi nilai perusahaan. Modal sendiri dapat berasal dari laba ditahan dan menerbitkan saham biasa baru. Jika modal sendiri berasal dari laba ditahan, biaya modal sendiri sebesar K_s (biaya modal sendiri dari laba ditahan). Tapi bila berasal dari saham biasa baru, biaya modal sendiri akan K_e (biaya modal sendiri berasal dari saham biasa baru).

Jika ada pajak maka penghasilan investor dari dividen dan dari *capital gains* (kenaikkan harga saham) akan dikenai pajak. Seandainya tingkat pajak

untuk dividen dan *capital gains* adalah sama, investor cenderung lebih suka menerima *capital gains* daripada dividen karena pajak pada *capital gains* baru dibayar pada saat saham dijual dan keuntungan diakui.

2.2.1.2 Teori *The Bird in The Hand*

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika DPR rendah, karena investor lebih suka menerima dividen daripada *capital gains*. Menurut mereka, investor memandang *dividend yield* lebih pasti daripada *capital gains yield*. Perlu diingat bahwa dilihat dari sisi investor, biaya modal sendiri dari laba ditahan (K_s) adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan investor pada saham. K_s adalah keuntungan dari dividen (*dividend yield*) ditambah keuntungan dari *capital gains* (*capital gains yield*).

2.2.1.3 Teori Perbedaan Pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy. Menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains*, para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* tinggi dan *capital gains yield* rendah, daripada saham yang *dividend yield* rendah, *capital gains yield* tinggi. Jika pajak atas dividen lebih besar dari pajak atas *capital gains*, perbedaan ini akan makin terasa.

2.2.1.4 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 daripada *capital gains*. Tapi MM

berpedapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dividen masa mendatang. Sebaliknya suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang di bawah kenaikan normal diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dividen waktu mendatang.

Seperti teori dividen yang lain, teori *signaling hyphotesis* 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.

2.2.1.5 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 DPR 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 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.

2.2.2 Kebijakan Dividen dan Praktiknya

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

- a. Investor cenderung lebih menyukai dividen yang stabil.
- b. Investor melihat kenaikan dividen sebagai suatu tanda baik 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 DPR tetap stabil karena jumlah nominal dividen juga tergantung pada 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 mempertahankan dividen pada masa yang akan datang. Artinya jika terjadi kondisi yang terburuk sekalipun, perusahaan masih dapat mempertahankan pembayaran dividennya.

Pada praktiknya 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 disalahartikan oleh investor bahwa perusahaan kesulitan keuangan, sehingga menyebabkan penurunan harga saham.

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

2.2.3 Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen

Beberapa faktor lain yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen antara lain :

1. Kas atau likuiditas perusahaan. Bagi perusahaan yang memiliki laba ditahan yang cukup tetapi manajemen memutuskan untuk menginvestasikan ke dalam aktiva riil maka perusahaan tidak membayar dividen dalam bentuk kas.
2. Kebutuhan pembayaran hutang perusahaan. Adanya batasan dalam perjanjian pinjaman kepada kreditur, misalnya pembayaran dividen hanya dapat dilakukan setelah laba yang tersedia bagi pemegang saham dikurangi dengan angsuran pinjaman atau apabila modal kerja mencapai tingkat tertentu.
3. Tingkat ekspansi yang tinggi memerlukan dana yang besar sehingga laba yang diperoleh lebih baik ditahan.
4. Akseibilitas perusahaan di pasar modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen, yaitu dipengaruhi oleh usia dan skala perusahaan.
5. Pembatasan dari saham Preferen, tidak ada pembayaran dividen untuk saham biasa jika dividen saham preferen belum dibayar.
6. Kebutuhan dana untuk investasi, perusahaan yang berkembang selalu membutuhkan dana baru untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan. Sumber dana baru yang merupakan modal sendiri (*equity*) dapat berupa penjualan saham baru dan laba ditahan. Manajemen cenderung memanfaatkan laba ditahan karena penjualan saham baru menimbulkan biaya peluncuran saham (*flotation cost*).

2.2.4 *Stock repurchase, stock dividend, stock split*

2.2.4.1 *Stock Repurchase*

Sebagai alternatif terhadap pemberian dividen berupa uang tunai (*cash Dividend*), perusahaan dapat mendistribusikan pendapatan kepada pemegang saham dengan cara membeli kembali saham perusahaan (*repurchasing stock*).

Harga *stock repurchase* pada ekuilibrium dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$P^* = \frac{(S \times Pc)}{(S - n)}$$

Dimana :

P^* : harga *stock repurchase equilibrium*

S : jumlah saham beredar sebelum *stock repurchase*

Pc : harga saham saat ini sebelum *stock repurchase*

n : jumlah lembar saham yang akan dibeli kembali oleh perusahaan.

Keuntungan *stock repurchase* bagi pemegang saham :

- a. *Stock repurchase* sering dipandang sebagai tanda positif bagi investor karena pada umumnya *stock repurchase* dilakukan jika perusahaan merasa bahwa saham undervalued.
- b. *Stock repurchase* mengurangi jumlah saham yang beredar di pasar. Setelah *stock repurchase* ada kemungkinan harga saham naik.

Kerugian bagi pemegang saham :

- a. Perusahaan membeli kembali saham dengan harga yang terlalu tinggi sehingga merugikan pemegang saham yang tidak menjual kembali sahamnya.
- b. Keuntungan *stock repurchase* dalam bentuk *capital gains*, padahal sebagian investor menyukai dividen.

Keuntungan bagi perusahaan :

- a. Menghindari kenaikan dividen. Jika dividen naik terlalu tinggi dikhawatirkan dimasa mendatang perusahaan terpaksa membagi dividen yang lebih kecil (pada masa sulit atau banyak kebutuhan dana investasi) yang dapat memberi petanda negatif. *Stock repurchase* merupakan alternatif yang baik untuk mendistribusikan penghasilan yang di atas normal (*extraordinary earnings*) kepada pemegang saham.
- b. Dapat digunakan sebagai strategi untuk mengacaukan usaha pengambilalihan perusahaan (yang biasanya dilakukan dengan cara membeli saham yang sebanyak-banyaknya hingga mencapai jumlah saham mayoritas), *stock repurchase* dapat menggagalkan usaha ini.
- c. Mengubah struktur modal perusahaan. Misalnya perusahaan ingin meningkatkan rasio hutang dengan cara menggunakan hutang baru untuk membeli kembali saham yang beredar.
- d. Saham yang ditarik dapat dijual kembali ke pasar jika perusahaan membutuhkan tambahan dana.

Kerugian bagi perusahaan adalah :

- a. Dapat merusak *image* perusahaan karena sebagian investor merasa bahwa *stock repurchase* merupakan indikator bahwa manajemen perusahaan tidak mempunyai proyek-proyek baru yang baik. Namun demikian, jika perusahaan, benar-benar tidak memiliki kesempatan investasi yang baik, ia memang sebaiknya mendistribusikan dana kembali kepada pemegang saham. Tidak banyak bukti empiris yang mendukung alasan ini.

- b. Setelah *stock repurchase*, pasar mungkin merasa bahwa risiko perusahaan meningkat sehingga dapat menurunkan harga saham.

Jika harus memilih antara *stock repurchase* dan pembayaran dividen tunai, pada pasar yang sempurna (dimana tidak ada pajak, biaya komisi untuk dijual beli saham dan efek sinyal dari pemberian dividen, investor akan *indifferent* terhadap ke-2 pilihan). Pada pasar yang tidak sempurna investor mungkin akan memiliki preferensi terhadap salah satu dari ke-2 alternatif tersebut.

Ada 3 metode yang dapat digunakan untuk membeli kembali saham :

1. Saham dapat dibeli pada pasar terbuka (*open market*)
2. Perusahaan membuat penawaran formal untuk membeli saham perusahaan dalam jumlah dan harga tertentu (pendekatan *tender offer*).
3. Perusahaan membeli sejumlah sahamnya kembali dari satu atau beberapa pemegang saham besar (pendekatan *negotiated basis*)

2.2.4.2 *Stock Split dan Stock Dividend*

Stock Split adalah tindakan perusahaan memecah saham yang beredar menjadi bagian yang lebih kecil. *Stock dividend* adalah tindakan perusahaan memberikan saham baru sebagai pembayaran dividen.

Bagi pemegang saham *stock split* tidak membuat mereka bertambah kekayaannya karena kenaikan jumlah saham diimbangi dengan penurunan nilai saham. *Stock dividend* juga tidak menambah kekayaan pemegang saham.

Jika tidak ada keuntungan secara ekonomis mengapa perusahaan melakukan *stock split* dan *stock dividend* :

- a. *Stock split* dilakukan untuk menjaga agar harga saham tetap berada pada *optimal price range*. Harga saham yang tinggi akan menyulitkan investor untuk membeli saham tersebut sehingga dapat menurunkan permintaan.
- b. *Stock dividend* digunakan perusahaan yang ingin menghemat kas atau perusahaan dalam kesulitan keuangan. Masalah yang muncul jika perusahaan tidak membagi dividen tunai investor bisa salah persepsi terhadap emiten, akibatnya harga saham bisa turun, sehingga untuk menghindari efek negatif ini perusahaan dapat membagi *stock dividend* sebagai pengganti dividen kas.

Perbedaan antara *stock split* dan *stock dividen* adalah :

- a. *Stock split* merupakan pemecahan nilai saham ke dalam nilai nominal yang lebih kecil sehingga jumlah lembar saham yang beredar bertambah.
- b. *Stock dividen* merupakan pemindah bukuan dari rekening laba ditahan ke dalam rekening modal saham.

Persamaan antara *stock split* dan *stock dividen* adalah :

- a. Keduanya mengakibatkan jumlah lembar saham yang beredar bertambah
- b. Tidak terdapat pendistribusian kas dalam kedua bentuk tersebut
- c. Tidak terjadi perubahan pada total modal sendiri hanya komposisinya yang berubah.

2.3. Pengertian Biaya Modal

Modal yang dibutuhkan untuk membiayai operasi perusahaan terdiri atas modal asing dan modal sendiri. Modal asing merupakan modal yang berasal dari pinjaman para kreditur, supplier dan perbankan. Sedangkan modal sendiri, merupakan modal yang berasal dari pihak perusahaan baik dari pemilik

perusahaan (pemegang saham) maupun laba yang tidak dibagi (laba ditahan). Di dalam memenuhi modal yang dibutuhkan tersebut perusahaan dapat menerbitkan dan menjual surat berharga berupa obligasi (modal pinjaman) dan saham (modal sendiri). surat berharga tersebut dijual kepada para investor yang menginginkannya. Apabila perusahaan menjual surat berharga tersebut kepada investor, maka perusahaan berkewajiban memberikan hasil (*return*) yang dikehendaki oleh investor tersebut. Hasil yang dikehendaki oleh investor tersebut, bagi perusahaan merupakan biaya yang disebut biaya modal seperti biaya bunga, penurunan nilai surat berharga dan biaya lain yang berkaitan dengan perolehan modal tersebut.

Biaya modal (*cost of capital*) adalah biaya rill yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dana baik yang berasal dari hutang, saham preferen, saham biasa, maupun laba ditahan untuk mendanai suatu investasi atau operasi perusahaan. Penentuan besarnya biaya modal ini dimaksudkan untuk mengetahui berapa besarnya biaya rill yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memperoleh dana yang diperlukan. Sebagai contoh, pada umumnya orang menganggap bahwa biaya modal yang berasal dari hutang yang dipinjam dari bank hanya berupa tingkat bunga yang ditetapkan oleh bank dalam kontrak perjanjian hutang. Hal ini benar apabila jumlah uang yang diterima sama besarnya dengan jumlah nominal hutangnya. Tetapi, dalam kenyataannya seringkali dijumpai bahwa penerima kredit harus membayar biaya administrasi, biaya asuransi dan sebagainya. Biaya-biaya tersebut seing tidak dicantumkan dalam perjanjian kredit.

Perusahaan yang menggunakan dana dari laba ditahan (laba ditahan digunakan untuk reinvestasi di perusahaan yang bersangkutan) juga ada biaya walaupun laba ditahan berasal dari laba ditahan disebut *cost of retained return*. Biaya tersebut sebesar tingkat keuntungan investasi (*rate of return*) yang diisyaratkan diterima oleh para investor. Hal ini karena, apabila laba ditahan tersebut diinvestasikan pada perusahaan lain maka akan mendatangkan keuntungan. Besarnya keuntungan tersebut sama dengan besarnya keuntungan apabila perusahaan menginvestasikan sendiri dana laba ditahan tersebut atau sama besarnya dengan *rate of return* yang diharapkan diterima dari investasi pada saham (*expected rate of return on the stock*).

Konsep biaya modal erat hubungannya dengan konsep mengenai pengertian tingkat keuntungan yang diisyaratkan (*required rate of return*). Tingkat keuntungan yang diisyaratkan sebenarnya dapat dilihat dari dua pihak yaitu dari sisi investor dan perusahaan. Dari sisi investor, tinggi rendahnya *required rate of return* merupakan tingkat keuntungan (*rate of return*) yang mencerminkan tingkat risiko dari aktiva yang dimiliki. Sedangkan bagi perusahaan yang menggunakan dana (modal), besarnya *required rate of return* merupakan biaya modal (*cost of capital*) yang harus dikeluarkan untuk mendapatkan modal tersebut.

2.3.1. Biaya Modal Individual

Cara perhitungan biaya modal:

1. Biaya Modal Hutang Jangka Pendek

Hutang jangka pendek (hutang lancar) merupakan hutang yang jangka waktu pengembaliannya kurang dari satu tahun. Hutang jangka pendek

terdiri dari hutang perniagaan (*trade account payable*), hutang wesel dan kredit jangka pendek dari bank. Biaya modal dari penggunaan hutang (*cost of debt*) dapat dihitung dengan cara:

Biaya hutang setelah pajak = biaya hutang sebelum pajak $(1,0 - \text{tingkat pajak})$. Atau $k_t = k_b(1 - t)$

Di mana:

K_t : Biaya hutang jangka pendek setelah pajak

K_b : Biaya hutang jangka pendek sebelum pajak yaitu sebesar tingkat bunga hutang

t : tingkat pajak

2. Biaya modal hutang jangka panjang

Biaya hutang yang ditanggung oleh perusahaan yang menggunakan dana hutang tidak lain adalah sebesar tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor (pemilik dana). Pada dasarnya biaya penggunaan hutang jangka panjang (*cost of debt*) yang biasanya berasal dari obligasi (*cost of bond*) dapat dihitung dengan menggunakan cara seperti perhitungan tingkat pendapatan investasi dalam obligasi dengan rumus (metode) singkat dan metode *present value*:

a. Perhitungan biaya modal hutang obligasi (k_d) dengan metode singkat

Biaya modal hutang jangka panjang dengan metode ini menggunakan

$$\text{rumus: } k_d = \frac{I + (N - Nb)/n}{(Nb + N)/2}$$

Dimana:

I : Bunga hutang jangka panjang (obligasi) satu tahun dalam rupiah

N : Harga nominal obligasi atau nilai obligasi pada akhir umurnya

N_b : Nilai bersih penjualan obligasi

n : Umur obligasi

Kemudian menyelesaikan biaya modal sebelum pajak (k_d) menjadi biaya modal atas dasar setelah pajak (k_i). Biaya setelah pajak (k_i) = $k_d(1-t)$

b. Perhitungan biaya modal hutang dengan metode *Present Value*

Perhitungan biaya modal dari hutang jangka panjang (obligasi) dengan menggunakan tabel *present value* sering disebut metode *accurate*.

$$\text{nilai obligasi} = V_b = \frac{I_1}{(1+k_d)^1} + \frac{I_2}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{I_n}{(1+k_d)^n} + \frac{M}{(1+k_d)^n}$$

Untuk memperoleh besarnya biaya modal (k_d) yang kita cari, kita menggunakan cara coba-coba.

3. Biaya Modal Saham Preferen

Biaya modal saham preferen (*cost of preferred stock* atau k_p) adalah biaya riil yang harus dibayar apabila perusahaan menggunakan dana dengan menjual saham preferen. Biaya modal saham preferen diperhitungkan sebesar tingkat keuntungan yang disyaratkan (*required rate of return*) oleh investor pemegang saham preferen. Artinya tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor merupakan biaya yang harus ditanggung emiten.

Biaya modal saham preferen berupa dividen yang besarnya tetap. Oleh karena itu, saham preferen mempunyai sifat campuran antara hutang dan saham biasa. Mempunyai sifat hutang, karena saham preferen mengandung kewajiban yang tetap untuk mengadakan pembayaran dividen secara periodik. Memiliki sifat seperti saham biasa karena saham

preferen merupakan bukti kepemilikan perusahaan yang mengeluarkan saham preferen tersebut. Demikian pula ketika perusahaan terpaksa likuidasi, maka perusahaan pemegang saham preferen mempunyai hak didahulukan sebelum pemegang saham biasa.

Pembayaran dividen saham preferen dilakukan setelah pendapatan dikurangi pajak, sehingga biaya modal saham preferen tidak perlu disesuaikan dengan pajak. Biaya modal penggunaan saham preferen (k_p) dihitung dengan membagi dividen per lembar saham preferen (D_p) dengan harga saham preferen saat ini (P_0).

$$k_p = \frac{D_p}{P_0}$$

Dimana:

K_p : Biaya saham preferen

D_p :Dividen saham preferen

P_0 : Harga saham preferen saat ini (harga proses)

Apabila ada biaya penerbitan saham (*floatation cost*) maka biaya modal saham preferen dihitung atas dasar penerimaan kas bersih yang diterima (P_{net}).

$$k_p = D_p/P_{net}$$

4. Biaya modal saham biasa dan laba ditahan

Biaya modal saham biasa dan laba ditahan atau sering disatukan menjadi biaya modal sendiri (biaya ekuitas) atau kadang-kadang disebut biaya modal saham biasa saja. Biaya ekuitas merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memperoleh dana dengan menjual saham biasa atau menggunakan laba ditahan untuk investasi. Biaya modal saham biasa atau

biaya ekuitas (*cost of equity* atau k_e) dapat mengalami peningkatan secara internal dengan menahan laba atau secara eksternal dengan menjual atau mengeluarkan saham biasa baru. Perusahaan dapat membagikan laba setelah pajak yang diperoleh sebagai dividen atau menahannya dalam bentuk laba ditahan. Laba yang ditahan tersebut kemudian digunakan untuk investasi (reinvestasi) di dalam perusahaan. Laba ditahan yang digunakan untuk investasi kembali tersebut perlu diperhitungkan biaya modalnya.

Secara teoritis perusahaan yang menggunakan laba untuk reinvestasi harus memperoleh keuntungan minimal sebesar tingkat keuntungan jika pemegang saham menginvestasikan dananya ke dalam perusahaan dengan tingkat risiko yang sama. Hal ini karena keuntungan setelah pajak tersebut sebenarnya merupakan hak bagi pemegang saham biasa. Tingkat keuntungan yang diharapkan oleh pemegang saham dari investasi dengan tingkat risiko tertentu adalah sebesar k_e . Pemegang saham dapat memperoleh return sebesar k_e dengan membeli saham perusahaan lain yang sejenis. Sehingga apabila perusahaan tidak dapat menginvestasikan laba ditahan dan memperoleh tingkat keuntungan paling tidak sebesar k_e , maka sebaiknya perusahaan membagikannya dalam bentuk dividen, dan membiarkan pemegang saham melakukan investasi sendiri. Oleh karena itu biaya modal dari penggunaan laba ditahan untuk investasi akan sama dengan biaya penggunaan modal saham biasa.

Untuk menghitung biaya ekuitas (k_e) ada beberapa model pendekatan yaitu:

a. Pendekatan model diskonto dividen (*dividend discount model*)

Model diskonto dividen (MDD) menjelaskan bahwa biaya ekuitas (k_e), merupakan tingkat diskonto yang menyeimbangkan nilai sekarang dari keseluruhan dividen per lembar saham yang diharapkan di masa yang akan datang, sehingga biaya modal merupakan factor diskonto dari dividen yang ada. Rumus pendekatan ini adalah:

$$P_o = \frac{D_1}{(1 + k_e)^1} + \frac{D_2}{(1 + k_e)^2} + \dots + \frac{D^\infty}{(1 + k_e)^\infty}$$

$$P_o = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_e)^t}$$

Dimana:

P_o : harga pasar saham biasa pada saat ini

D_t : Dividen yang diterima untuk periode t

K_e : Tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor

Dari rumus di atas terlihat bahwa besarnya k_e ditentukan oleh dividen yang diharapkan akan diterima selama periode t. asumsi yang digunakan dalam metode ini bahwa pemegang saham akan memiliki saham tersebut untuk jangka waktu yang tak terbatas, dan dividen yang diterima tidak mengalami pertumbuhan. Asumsi ini merupakan salah satu kelemahan model ini, karena saham dapat diperjual belikan sewaktu-waktu. Sehingga dalam kenyataan model dividen yang mengalami pertumbuhan dirasa lebih realistis. Para investor selalu menginginkan hasil investasinya yang ditunjukkan oleh dividen mengalami pertumbuhan dari waktu ke waktu atau dari tahun ke tahun. Dengan demikian apabila dividen yang

diharapkan mengalami pertumbuhan (*growth*) sebesar g per tahun, maka biaya ekuitas dapat dicari dengan rumus:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+k_e)^t}$$

Dimana D_0 merupakan dividen yang diterima pada waktu $t=0$. Apabila diasumsikan bahwa biaya ekuitas (k_e) lebih besar daripada tingkat pertumbuhan dividennya, maka rumusnya menjadi:

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$$

Dimana $D_1 = D_0(1+g)$, sehingga rumus biaya ekuitasnya adalah:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

b. Pendekatan CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)

Model CAPM (model penetapan harga aktiva modal) merupakan model penetapan biaya modal dengan menganalisis hubungan antara tingkat return saham i atau R_i yang diharapkan dengan return pasar (market return atau R_m) yang terjadi. Besarnya tingkat return saham yang diharapkan oleh investor ini merupakan biaya modal yang harus dikeluarkan oleh emiten. Model CAPM ini dipengaruhi oleh 3 faktor yaitu: besarnya tingkat bunga bebas risiko (*risk free rate*, R_f), risiko sistematis yang ditunjukkan oleh koefisien beta (β) dan premium risiko pasar yang ditunjukkan oleh selisih antara return pasar dengan return saham ($R_m - R_f$). Rumus untuk mencari return saham i atau R_i dengan model CAPM adalah sebagai berikut:

$$R_i = R_f + (R_m - R_f)\beta_i$$

Dimana:

R_i : Tingkat return saham yang diharapkan

R_f : Tingkat return bebas risiko

R_m : Return portofolio pasar yang diharapkan

β_i : Koefisien beta saham i

Dalam rumus di atas terlihat bahwa besarnya return saham i yang diharapkan (R_i) dipengaruhi antara lain oleh return pasarnya (R_m). Besarnya pengaruh return pasar terhadap return saham individual i tergantung pada besarnya koefisien beta saham i (β_i). Beta merupakan koefisien yang menunjukkan sensitivitas tingkat keuntungan sekuritas (saham) terhadap perubahan pasar. Apabila $\beta = 1,00$ artinya suatu saham memiliki standar deviasi atau risiko yang sama dengan risiko pasar rata-rata pasar.

Portofolio (penganekaragaman) investasi yang terdiri atas saham-saham dengan $\beta = 1$ akan memiliki standar deviasi yang sama dengan indeks pasar. Artinya, apabila risiko portofolio saham = 1, maka sama dengan risiko pasar yang ada. Sedangkan saham atau sekuritas dengan koefisien beta = 0,5 berarti sekuritas itu akan berubah sebesar setengah dari risiko pasar sehingga harga pasar sekuritas akan cenderung bergerak setengah kali perubahan pasar. Sekuritas dengan koefisien beta lebih besar dari 1 (satu) akan memberikan tingkat keuntungan yang lebih besar dari rata-rata pasar bila kondisi pasar membaik, dan sebaliknya memberikan tingkat

keuntungan yang lebih rendah dari rata-rata pasar bila kondisi pasar melemah. Koefisien beta sekuritas yang mengukur perubahan pasar terhadap sebuah sekuritas dapat dicari dengan meregresikan tingkat keuntungan sekuritas dengan tingkat keuntungan portofolio pasar. Untuk lebih jelasnya kita pelajari contoh berikut mengenai pengaruh return pasar terhadap return saham (sekuritas) individual:

2.3.2. Biaya Modal Keseluruhan

Biaya modal secara keseluruhan merupakan biaya modal yang memperhitungkan seluruh biaya atas modal yang digunakan oleh perusahaan. Telah kita ketahui bersama bahwa perusahaan akan menggunakan modal dari sumber modal asing dan modal sendiri. Oleh karena itu, biaya modal yang diperhitungkan merupakan biaya modal dari seluruh jenis modal yang digunakan. Konsep biaya modal perusahaan secara keseluruhan (*overall cost of capital*) bermanfaat dalam kaitannya dengan penilaian usulan investasi jangka panjang. Misalnya, jika kita ingin menentukan proyek investasi yang harus diambil, maka kita dapat menentukannya dengan membandingkan besarnya biaya modal yang harus dikeluarkan (*cost of capital*) dengan tingkat keuntungan yang diperoleh di masa datang. Karena biaya modal dari masing-masing sumber dana berbeda-beda, maka untuk menetapkan biaya modal dari perusahaan secara keseluruhan perlu dihitung biaya modal rata-rata tertimbang (*weight average cost of capital* atau WACC).

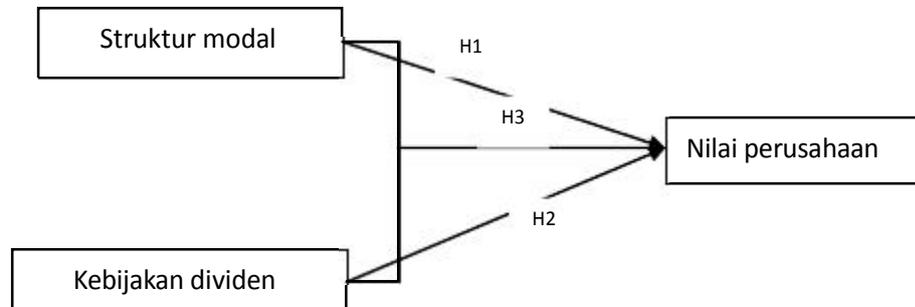
2.4. Tinjauan Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

Nama Peneliti	Variabel Penelitian	Metode Analisis Data	Hasil
Eli Safrida	Variabel bebas: 1. Struktur modal 2. Pertumbuhan perusahaan Variabel terikat: nilai perusahaan	Structural Equation Model (SEM), terdiri dari: a. <i>Measurement model</i> (model pengukuran) b. <i>Structural model</i> . Aplikasi AMOS versi 4.01.	Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
Hasnawati	Variabel bebas: 1. Keputusan investasi 2. Pendanaan 3. Dividen Variabel terikat: Nilai perusahaan	<i>Structural Equation Model</i> (SEM)	Secara parsial keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan dividen berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Kebijakan dividen secara langsung berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan secara tidak langsung keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan pendanaan.
Corry Margaretha Gultom dan Firman Syarif	Variabel bebas: 1. Kebijakan leverage 2. Kebijakan dividen 3. EPS Variabel terikat: Nilai perusahaan	Desain kausal	Variabel <i>lverage ratio</i> , mempunyai pengaruh positif, sedangkan variable bebas yang lain tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan, berdasarkan hasil uji parsial (Uji statistik t)

2.5. Kerangka Teoritis

Kerangka teoritis hubungan struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan



2.6. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan teori, maka hipotesis penelitian ini adalah:

H1: Struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada sektor industri barang konsumsi

H2: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada sektor industri barang konsumsi

H3: Struktur modal dan kebijakan dividen secara bersama berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada sektor industri barang konsumsi

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Objek Penelitian

Objek pada penelitian ini adalah industri yang bergerak dalam sektor industri barang konsumsi yang *listing* pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

3.2 Populasi dan Sampel

3.2.1 Populasi

Populasi diartikan sebagai wilayah generalisasi yang terdiri atas objek/subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang diterapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2008). Adapun yang menjadi populasi pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2006 - 2010, yaitu berjumlah 39 perusahaan, yaitu:

Tabel 3.1
Daftar Perusahaan yang Bergerak Disektor Barang Konsumsi

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan
1	ADES	PT Akasha Wira Internasional Tbk Sebelumnya: PT Ades Waters Indonesia Tbk
2	AISA	PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk
3	AQUA	PT Aqua Golden Mississippi Tbk
4	BATI	PT BAT Indonesia Tbk
5	CEKA	PT Cahaya Kalbar Tbk
6	DAVO	PT Davomas Abadi Tbk
7	DLTA	PT Delta Djakarta Tbk
8	DNKS	PT Dankos Laboratories Tbk

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan
9	DVLA	PT Darya-Varia Laboratori Tbk
10	GGRM	PT Gudang Garam Tbk
11	HMSP	PT H M Sampoerna Tbk
12	ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
13	INAF	PT Indofarma Tbk
14	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
15	KAEF	PT Kimia Farma Tbk
16	KDSI	PT Kedawung Setia Industrial Tbk
17	KICI	PT Kedaung Indah Can Tbk
18	KLBF	PT Kalbe Farma Tbk
19	LMPI	PT Langgeng Makmur Industry Tbk
20	MERK	PT Merck Tbk
21	MLBI	PT Multi Bintang Indonesia Tbk
22	MRAT	PT Mustika Ratu Tbk
23	MYOR	PT Mayora Indah Tbk
24	PROD	PT Sara Lee Body Care Indonesia Tbk
25	PSDN	PT Prasadha Aneka Mega Tbk
26	PYFA	PT Pyridm Farma Tbk
27	RMBA	PT Bentoel International Investama Tbk
28	ROTI	PT Nippon Indosari Corpindo Tbk
29	SCPI	PT Schering Plough Indonesia Tbk
30	SHDA	PT Sari Husada Tbk
31	SKBM	PT Sekar Bumi Tbk
32	SKLT	PT Sekar Laut Tbk
33	SQBI	PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk Sebelumnya: PT Bristol Myers Squibb Tbk
34	STTP	PT Siantar Top Tbk
35	SUBA	PT Suba Indah Tbk
36	TCID	PT Mandom Indonesia Tbk
37	TSPC	PT Tempon Scan Pacific Tbk
38	ULTJ	PT Ultra Jaya Milk Tbk
39	UNVR	PT Unilever Indonesia Tbk

Sumber: ICMD

3.2.2 Sampel

Sampel adalah bagian dari populasi yang memiliki karakteristik yang relatif sama dan dianggap bisa mewakili populasi (Sugiyono, 2008). Pemilihan sampel penelitian ini didasarkan pada metode *non probability sampling*, tepatnya metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria atau pertimbangan tertentu (Jogiyanto, 2004:79). Adapun kriteria pengambilan sampel yang penulis tetapkan, adalah:

1. Minimal dalam kurun waktu lima tahun terakhir, yaitu dari tahun 2006 sampai dengan 2010 mengumumkan laporan keuangan perusahaan
2. Minimal dalam kurun waktu lima tahun terakhir memiliki laba positif
3. Rutin melakukan pembayaran dividen

Berdasarkan kriteria yang penulis tetapkan ada 11 perusahaan yang memenuhi kriteria dari 39 perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia yang langsung menjadi sampel penelitian yang penulis lakukan, yaitu:

Tabel 3.2
Daftar Perusahaan Sampel Penelitian

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan
1	GGRM	PT Gudang Garam Tbk
2	HMSP	H M Sampoerna Tbk
3	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
4	KAEF	PT Kimia Farma Tbk
5	KLBF	PT Kalbe Farma Tbk
6	MERK	PT Merck Tbk
7	MRAT	PT Mustika Ratu Tbk
8	MYOR	PT Mayora Indah Tbk
9	TCID	PT Mandom Indonesia Tbk
10	TSPC	PT Tempo Scan Pacific
11	UNVR	PT Unilever Indonesia Tbk

3.3 Teknik Pengumpulan Data

Sesuai dengan judul penelitian di atas, penulis menggunakan teknik pengumpulan data sebagai berikut:

1. Penelitian Kepustakaan (*Library Research*),

Untuk memperoleh landasan pemikiran bagi penulis untuk menitik beratkan pada penelaahan terhadap bahan-bahan yang relevan dengan topic yang dibahas, seperti buku, majalah, jurnal, dan lain-lain.

2. Pengambilan data sekunder,

Data penulis peroleh dari website perusahaan yang bersangkutan.

3.4 Variabel Penelitian

3.4.1 *Variabel Independent* (Variabel bebas)

Yaitu variabel yang nilainya tidak tergantung pada variable lain atau variable yang tidak mempunyai variabel lainnya. Dalam penelitian ini yang menjadi variable bebas (X) adalah:

- a. Struktur modal

Struktur modal adalah perbandingan atauimbangan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri (Martono & Harjito,2001). Pengukuran variable struktur modal dilakukan dengan rumus:

$$\text{Long Term Debt Equity Ratio (LTDER)} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total modal sendiri}}$$

- b. Kebijakan dividen.

Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba dalam bentuk dividen atau menahannya guna diinvestasikan kembali dalam

perusahaan. Pengukuran besarnya dividen yang dibayarkan perusahaan, dapat dilakukan dengan rumus:

$$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividen tunai per saham}}{\text{Laba per saham}}$$

3.4.2 Variabel Dependent (Variabel terikat)

Yaitu variabel yang dipengaruhi oleh variabel lain atau dapat dikatakan sebagai variabel hasil. Dalam penelitian ini yang menjadi variabel terikat (Y) adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat didefinisikan sebagai persepsi investor yang sering dikaitkan dengan harga saham (Fakhrudin dan Hadianto, 2001). Variabel nilai perusahaan diukur dari rasio nilai pasar (*Market Value Ratio*). Rasio nilai pasar menghubungkan harga saham perusahaan dan nilai buku per saham. Menurut Mulyadi (2006), rasio nilai pasar memberikan petunjuk mengenai apa yang dipikirkan investor atas kinerja perusahaan dimasa lalu serta prospeknya dimasa datang. Rasio nilai pasar didefinisikan sebagai perbandingan antara harga penutupan saham dengan nilai buku per saham (Umar, 2005).

$$\text{Price to Book Value} = \frac{\text{Closing Price}}{\text{Nilai buku per saham}}$$

$$\text{Nilai buku per saham} = \frac{\text{Ekuitas}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

3.5 Operasionalisasi Variabel

Operasional variabel dimaksudkan untuk mengetahui hubungan melalui variabel-variabel penelitian (Indrianto dan Supomo, 1996).

Tabel 3.3
Operasionalisasi Variabel

Variabel	Konsep Variabel	Indikator	Ukuran	Skala
X1 : Struktur modal	Kebijakan yang diambil manajemen keuangan perusahaan dalam menentukan sumber pendanaan dalam memenuhi kebutuhan dana bagi berlangsungnya kegiatan operasi perusahaan.	1. LTDER (<i>Long Term Debt to Equity Ratio</i>) 2. Ekuitas	LTDER	Rasio
X2: Kebijakan dividen	Kebijakan yang dilakukan manajemen keuangan dalam mengelola laba bersih yang diperoleh perusahaan	1. Dividen kas 2. Jumlah saham yang beredar	DPR	Rasio
Y: Nilai Perusahaan	Persepsi investor yang dikaitkan dengan harga saham	1. <i>Closing Price</i> 2. <i>Nilai buku per saham</i>	PBV	Rasio

3.6 Metode Analisis Data

3.6.1 Analisis Deskriptif

3.6.1.1 Struktur Modal Perusahaan

Formulasi yang digunakan untuk mengukur kondisi struktur modal perusahaan pada penelitian ini adalah dengan menggunakan rasio *long term debt to equity* (LTDER). Tujuan LTDER untuk mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan hutang jangka panjang, atau menunjukkan risiko finansial yang dihadapi perusahaan.

3.6.1.2 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba ditahan sebagai sumber pendanaan. Rasio ini menunjukkan perentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang 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 di antara pembayaran laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan di perusahaan. DPR, menunjukkan persentase bagian dari EPS yang dibagikan untuk dividen.

3.6.1.3 Nilai Perusahaan

Variabel nilai perusahaan diukur dari rasio nilai pasar (*Market Value Ratio*). Rasio nilai pasar menghubungkan harga saham perusahaan dan nilai buku per saham. Menurut Mulyadi (2006), rasio nilai pasar memberikan petunjuk mengenai apa yang dipikirkan investor atas kinerja perusahaan dimasa lalu serta prospeknya dimasa datang.

3.6.2 Uji Asumsi Klasik

3.6.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas data menjadi prasyarat utama dalam analisis parametrik, seperti regresi dan Anova. Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variable pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Jika asumsi ini dilanggar, maka uji statistik menjadi tidak valid atau bias terutama untuk sampel kecil. Dalam SPSS metode uji normalitas dapat dilakukan salah satunya dengan pendekatan uji *One Sample Kolmogorov Smirnov*, dimana data dinyatakan berdistribusi normal jika signifikansi lebih besar dari 0,05.

3.6.2.2 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas diperlukan untuk mengetahui ada tidaknya variable independen yang memiliki kemiripan dengan variabel independen lain dalam satu model. Kemiripan antar variabel independen dalam satu model akan menyebabkan terjadinya korelasi yang sangat kuat antara suatu variabel independen dengan variabel independen yang lain. Selain itu, deteksi terhadap multikolinieritas juga bertujuan untuk menghindari kebiasaan dalam proses pengambilan kesimpulan mengenai pengaruh pada uji parsial masing-masing variabel independen terhadap variable dependen. Deteksi multikolinieritas pada suatu model dapat dilihat dari nilai Variance Inflation Factor (VIF). Jika nilai VIF tidak lebih dari 10 dan nilai *Tolerance* tidak kurang dari 0,1 maka model dikatakan bebas dari multikolinieritas.

3.6.2.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk menguji apakah model regresi ada korelasi antara residual pada periode t dengan residual pada periode sebelumnya

(t-1). Model regresi yang baik adalah yang tidak adanya masalah autokorelasi. Metode pengujian yang sering digunakan adalah dengan uji Durbin-Watson (Uji DW). Pengambilan keputusan pada uji DW sebagai berikut:

- a. $Du < dw < 4-du$ maka H_0 diterima, artinya tidak terjadi *autokorelasi*
- b. $Dw < dl$ atau $dw > 4-dl$ maka H_0 ditolak, artinya terjadi *autokorelasi*
- c. $dl < dw < dl$ atau $4-du < dw < 4-dl$, artinya tidak ada kepastian atau kesimpulan yang pasti.

Nilai du dan dl dapat diperoleh dari tabel statistik Durbin Watson.

3.6.2.4 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari suatu residual pengamatan ke pengamatan yang lain. Salah satu cara untuk mendekati heteroskedastisitas adalah dengan melihat grafik *scatterplot* antara nilai prediksi variable terkait (ZPRED) dengan residualnya (SPESID). Jika ada titik-titik membentuk pola tertentu yang teratur seperti bergelombang, melebar, kemudian menyempit maka telah terjadi heteroskedastisitas. Jika titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 maka sumbu Y tanpa membentuk pola tertentu maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2005).

3.6.3 Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh *variable independent* (struktur modal dan kebijakan dividen) dengan *variable dependent* (nilai perusahaan). Model atau persamaan analisis regresi berganda, sebagai berikut (Ghozali, 2005) :

$$Y = a + b_1.X_1 + b_2.X_2$$

Y = Nilai perusahaan

a = Konstanta

b₁ = Koefisien struktur modal

X₁ = Struktur modal

b₂ = Koefisien kebijakan dividen

X₂ = Kebijakan dividen

Selanjutnya dalam pengolahan data, penulis akan memanfaatkan program Microsoft Office Excel 2007 dan SPSS (*Statistical Program for Social Science*) versi 17.

3.6.4 Uji Hipotesis

3.6.4.1 Uji signifikansi pengaruh parsial (Uji T)

Uji T digunakan untuk menguji signifikansi hubungan antara variable X dan Y apakah variable X₁ dan X₂ (Struktur modal dan kebijakan dividen) benar-benar berpengaruh terhadap variable Y (nilai perusahaan) secara terpisah atau parsial (Ghozali, 2005).

Hipotesis yang digunakan dalam pengujian ini adalah:

H₀₁ : Tidak adanya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan

H_{a1} : Adanya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan

H₀₂ : Tidak adanya pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

H_{a2} : Adanya pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

Dasar pengambilan keputusan (Ghozali, 2005) adalah dengan menggunakan angka probabilitas signifikansi, yaitu:

- a. Apabila angka probabilitas signifikansi > 0.05 , maka H₀ diterima dan H_a ditolak

- b. Apabila angka probabilitas signifikansi < 0.05 , maka H_0 ditolak dan H_a diterima.

Langkah-langkah pengujian koefisien regresi variabel LTDER (X_1) atau DPR (X_2), sebagai berikut:

- a. Menentukan hipotesis

H_0 : LTDER atau DPR secara parsial tidak berpengaruh terhadap PBV

H_a : LTDER atau DPR secara parsial berpengaruh terhadap PBV

- b. Menentukan tingkat signifikansi

Tingkat signifikansi menggunakan 0.05

- c. Menentukan t_{hitung}

Berdasarkan *output* di atas diperoleh *thitung* sebesar 2,305

- d. Menentukan t_{tabel}

Tabel distribusi t dicari pada $\alpha = 5\% : 2 = 2.5\%$ (uji 2 sisi) dengan derajat kebebasan (df) $n-k-1$ (dimana n adalah jumlah data, dan k adalah jumlah variabel independen).

- e. Kriteria pengujian

H_0 diterima jika $-t_{tabel} \leq t_{hitung} \leq t_{tabel}$

H_0 ditolak jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ atau $t_{hitung} < -t_{tabel}$

- f. Membandingkan t_{hitung} dengan t_{tabel}

3.6.4.2 Uji signifikan simultan (Uji F)

Dalam penelitian ini, uji F digunakan untuk mengetahui tingkat signifikansi pengaruh variabel-variabel independen secara bersama-sama (simultan) terhadap variabel dependen (Ghozali, 2005). Dalam penelitian ini, hipotesis yang digunakan adalah:

H₀ : Tidak adanya pengaruh struktur modal dan kebijakan terhadap nilai perusahaan

H_a : Adanya pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

Dasar pengambilan keputusannya (Ghozali, 2005) adalah dengan menggunakan angka probabilitas signifikansi, yaitu:

- a. Apabila probabilitas signifikansi > 0.05 , maka H₀ diterima dan H_a ditolak
- b. Apabila probabilitas signifikansi < 0.05 , maka H₀ ditolak dan H_a diterima

3.6.4.3 Koefisien Determinasi (R²)

Koefisien determinasi (R²) dimaksudkan untuk mengetahui tingkat ketepatan paling baik dalam analisis regresi dimana hal yang ditunjukkan oleh besarnya koefisien determinasi (R²) antara 0 (nol) dengan 1 (satu). Koefisien determinasi nol, variabel independen sama sekali tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Apabila koefisien determinasi semakin mendekati satu, maka dapat dikatakan bahwa variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen, selain itu koefisien determinasi dipergunakan untuk mengetahui prosentase perubahan variabel tidak bebas (Y) yang disebabkan oleh variabel bebas (X).

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Perusahaan Sampel

Penelitian dilakukan pada perusahaan yang bergerak pada sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2006-2010 yang berjumlah sebanyak 39 perusahaan. Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *nonprobabilias sampling, purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel secara sengaja sesuai dengan persyaratan sampel yang diperlukan atau secara sengaja mengambil sampel tertentu sesuai dengan persyaratan sampel (Tatang. M, 2011). Dari data perusahaan yang memenuhi persyaratan sampel terdapat 11 perusahaan yang selanjutnya menjadi sampel dalam penelitian ini. Berdasarkan periode penelitian yang dilakukan yaitu 5 tahun, maka diperoleh data *pooling* sebanyak 55 sampel.

4.2. Analisis Data

4.2.1. Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif dari data sampel yang diteliti bertujuan untuk melihat gambaran kondisi perusahaan yang bersangkutan, dengan penggunaan alat ukur yang ditentukan sesuai dengan variable-variabel penelitian.

LTDER merupakan rasio yang menggambarkan perbandingan antara hutang jangka panjang dengan ekuitas perusahaan. Besar kecilnya LTDER menunjukkan perilaku perusahaan dalam membiayai investasinya. Rasio yang besar menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan hutang yang besar dalam melakukan investasinya, sedangkan rasio yang kecil menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan modal sendiri untuk membiayai aktivitasnya. Pada dasarnya, besar kecil LTDER tergantung pada strategi perusahaan dalam membiayai aktivitasnya.

Dari tabel 4.1 dapat dilihat bahwa, pada umumnya perusahaan yang dijadikan sampel memiliki *trend* atau pergerakan LTDER fluktuatif, kecuali untuk TSPC (PT Tempo Scan Pacific) dan UNVR (PT Unilever Indonesia), dari awal sampai akhir periode penelitian konsisten terjadinya peningkatan nilai LTDER. Dimana pergerakan LTDER naik atau meningkat dapat disimpulkan bahwa, kondisi ini menggambarkan ketergantungan perusahaan kepada pihak luar dalam pemenuhan kebutuhan dana yang semakin tinggi. Kondisi ini tidak dikehendaki oleh investor, karena kemampuan perusahaan membiayai hutang semakin kecil. Demikian juga kemungkinan kerugian, apabila suatu saat terjadi likuidasi pada perusahaan. Sebaliknya, jika ditinjau dari sisi pengendali terhadap perusahaan, terdapat dua penilaian yaitu pemilik perusahaan menghendaki LTDER yang meningkat, jika dilihat dari pengawasan terhadap perusahaan lebih mudah, namun jika ditinjau dari hasil yang akan diperoleh maka pemilik perusahaan tidak menghendaki kondisi LTDER yang meningkat, karena akan mengurangi dividen yang akan diterima.

Berdasarkan tabel 4.2 dapat dilihat bahwa, pembayaran dividen kas perusahaan sampel penelitian juga mengalami pergerakan yang fluktuatif. Pada dasarnya kondisi ini kurang baik, karena berkembangnya asumsi:

- a. Investor cenderung lebih menyukai dividen yang stabil.
- b. Investor melihat kenaikan dividen sebagai suatu tanda baik bahwa, perusahaan memiliki prospek yang baik, demikian sebaliknya. Hal ini membuat perusahaan lebih senang mengambil jalan aman yaitu menurunkan pembayaran dividen.

Menjaga kestabilan dividen tidak berarti menjaga DPR tetap stabil karena jumlah nominal dividen juga tergantung pada EAT, jika DPR dijaga kestabilannya, misalnya ditetapkan sebesar 50% dari waktu ke waktu, tetapi EAT berfluktuatif, maka pembayaran dividen akan berfluktuatif.

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

Berdasarkan tabel 4.3 dapat disimpulkan bahwa, nilai perusahaan yang diukur dengan PBV selama periode penelitian umumnya mengalami kenaikan, kecuali pada tahun 2008, secara merata perusahaan yang dijadikan sampel menunjukkan pergerakan turun nilai PBV. Hal ini dapat dikaitkan dengan kondisi perekonomian secara global juga mengalami krisis, tetapi kondisi itu dapat diperbaiki dengan *trend* naik pada PBV ditahun berikutnya untuk semua perusahaan yang dijadikan sampel.

Jika dikaitkan dengan hasil perhitungan nilai LTDER terhadap PBV, menunjukkan adanya pengaruh linier positif dengan kapasitas kecil, yang dapat dilihat dari perbandingan tabel 4.1 dengan tabel 4.3, di mana pada periode tertentu di masing-masing perusahaan sampel mengalami peningkatan atau penurunan nilai perusahaan sesuai dengan fluktuasi struktur modal perusahaan yang bersangkutan.

Berdasarkan perbandingan tabel 4.2 dengan tabel 4.3 dapat diketahui bahwa, DPR berpengaruh linier positif terhadap PBV, yang terlihat pada pergerakan yang searah antara hasil yang didapatkan DPR terhadap PBV.

Berdasarkan tabel 4.4 dapat dilihat bahwa, kebijakan struktur modal menjadi suatu strategi khusus bagi perusahaan, karena akan memberikan efek yang berbeda-beda sesuai dengan kondisi perusahaan bersangkutan. Hal ini dapat dilihat pada pengaruh pergerakan biaya modal LTDER terhadap nilai perusahaan yang diindikasikan dengan harga saham. Keputusan terbaik dari kemampuan manajemen keuangan dalam mengelola sumber dana dapat dilihat pada struktur modal optimal, dimana menunjukkan pergerakan nilai biaya modal pada WACC turun, sehingga memberikan efek pergerakan harga saham yang naik.

4.2.2. Uji Asumsi Klasik

4.2.2.1. Uji Normalitas

Uji normalitas data menjadi prasyarat pokok dalam analisis parametrik, karena data yang digunakan harus berdistribusi normal. Pengujian normalitas dapat dilakukan dengan menggunakan program SPSS 17 dalam mengelola data, salah satunya dengan uji *One Sampel Kolmogorov Smirnov*. Data dinyatakan berdistribusi normal jika signifikansi lebih besar dari 0.05.

Tabel 4.6
Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		55
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	5.14550113
Most Extreme Differences	Absolute	.229
	Positive	.229
	Negative	-.157
Kolmogorov-Smirnov Z		1.695
Asymp. Sig. (2-tailed)		.006
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		

Sumber: Hasil pengolahan SPSS 17

Hasil analisis metode *One Sample Kolmogorov-Smirnov* (K-S) ,menunjukkan nilai K-S adalah 0.006, maka disimpulkan data tidak terdistribusi secara normal karena nilai signifikansi (*Asym. Sig 2-tailed*) sebesar 0.006 kecil dari 0.05. data yang tidak berdistribusi secara normal terlebih dahulu ditransformasi menjadi normal agar hasil uji statistik tidak terdegradasi (Ghozali, 2005 dalam jurnal akuntansi-47). Untuk mengubah nilai residual tersebut agar terdistribusi secara normal, maka terlebih dahulu penulis melakukan transformasi data ke model logaritma natural (LN_) dari persamaan : $PBV = f(LTDER, DPR)$ menjadi $PBV = f(LN_LTDER, LN_DPR)$, kemudian data diuji ulang berdasarkan asumsi normalitas dengan metode *One Sample Kolmogorov-Smirnov* kembali.

Tabel 4.7
Hasil Uji Normalitas setelah data ditransformasi

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		Unstandardized Residual
N		55
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.93064173
Most Extreme Differences	Absolute	.064
	Positive	.064
	Negative	-.058
Kolmogorov-Smirnov Z		.472
Asymp. Sig. (2-tailed)		.979

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Hasil pengolahan SPSS 17

Dari *output* di atas menunjukkan bahwa data telah terdistribusi dengan normal dengan nilai signifikansi di atas 0.05, yaitu 0.979. Dengan demikian dapat

disimpulkan data yang digunakan sebagai sampel telah mewakili populasi dalam penelitian.

4.2.2.2. Uji Multikolienieritas

Dalam penelitian ini, untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolienieritas adalah dengan melihat besaran korelasi antar variabel independen dan besarnya tingkat kolinieritas yang masih dapat ditolerir, yaitu *Tolerance* besar dari 0.10 dan *Variance Inflation Factor* (VIF) kecil dari 10. Pengujian multikolienieritas juga dapat dilakukan dengan melihat korelasi di antara variabel independen lebih besar dari 0.9 atau 90% (Ghozali, 2005 dalam Duwi Priyatno, 2011).

Tabel 4.8
Hasil perhitungan nilai Tolerance dan VIF

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	2.578	.386		6.504	.000		
	LN_LTDER (X1)	.249	.108	.259	2.305	.025	.932	1.072
	LN_DPR (X2)	1.271	.224	.638	5.680	.000	.932	1.072

a. Dependent Variable: LN_PBV (Y)

Sumber: Hasil pengolahan SPSS 17

Dari *output* di atas, hasil perhitungan nilai tolerance menunjukkan variabel independen memiliki nilai *tolerance* lebih dari 0.10, yaitu 0.932, yang berarti tidak memiliki korelasi antar variabel independen. Hasil perhitungan VIF juga menunjukkan hal yang sama dimana hasil uji *Variance Inflation Factor* (VIF) *Long Term Debt to Equity Ratio* dan *Dividend Payout Ratio* masing-masing

menunjukkan nilai kurang dari 10 ($VIF < 10$), yaitu 1.072. Hal ini merupakan indikasi tidak adanya multikolinieritas.

4.2.2.3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Cara untuk mendeteksi masalah autokorelasi dapat digunakan pengujian Durbin-Watson (Daniati, 2006).

Tabel 4.9
Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted Square	R Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.623 ^a	.388	.365	.9033269	1.852

a. Predictors: (Constant), LN_DPR (X2), LN_LTDER (X1)

b. Dependent Variable: LN_PBV (Y)

Sumber: Hasil pengolahan SPSS 17

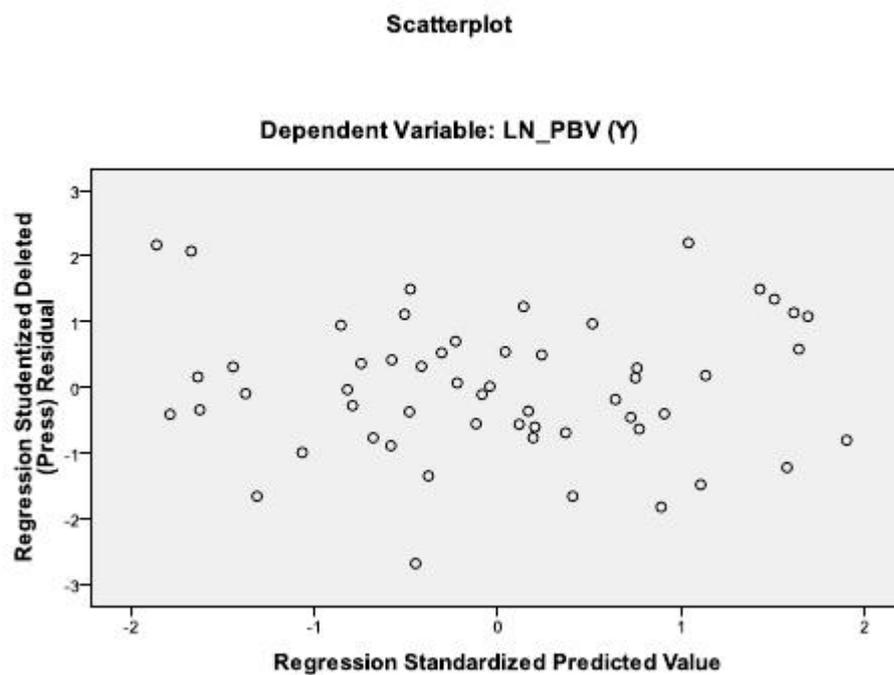
Nilai Durbin-Watson dapat dilihat pada *output regression* pada tabel *model summary*. Dapat diketahui bahwa nilai Durbin-Watson sebesar 1.852. Sedangkan dari tabel DW dengan signifikansi 0.05 dan jumlah data (n) = 55, serta $k = 2$ (k adalah jumlah variable independen) diperoleh nilai dL sebesar 1,32 dan dU sebesar 1,47, dengan ini maka didapat $4 - dU = 2,53$ dan $4 - dL = 2,68$. Karena nilai DW (1.852) berada pada daerah antara dU dan $4 - dU$ ($du < dw < 4-du$), maka H_0 diterima. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi pada model regresi.

4.2.2.4. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk melihat apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variabel dari satu pengamatan ke pengamatan lain. Berdasarkan grafik *scatterplot* terlihat bahwa tidak ada pola yang jelas, titik-titik menyebar secara acak serta tersebar di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas pada model regresi ini. Hasil dari uji *heterokedastisitas* dapat dilihat pada grafik *scatterplot* berikut.

Gambar 4.1

Scatterplot Heteroskedastisitas terhadap Nilai Perusahaan



Sumber: Hasil pengolahan SPSS 17

Dari *output* di atas dapat diketahui bahwa titik-titik menyebar dengan pola yang tidak jelas di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah heteroskedastisitas pada model regresi.

4.2.3. Analisis Regresi Linier Berganda

Regresi linier berganda adalah regresi di mana variabel terikatnya (Y) dihubungkan/dijelaskan lebih dari satu variabel bebas (X_1, X_2, \dots, X_n) namun masih menunjukkan diagram hubungan yang linier.

Penambahan variabel bebas ini diharapkan dapat lebih menjelaskan karakteristik hubungan yang ada, walaupun masih saja ada variabel yang terabaikan.

Persamaan regresi linier berganda dua variabel bebas

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2$$

Berdasarkan hasil pengolahan data dengan program SPSS 17, maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 2,578 + 0,249X_1 + 1,271X_2$$

Penjelasan persamaan tersebut sebagai berikut:

- a. Konstanta sebesar 2,578, artinya jika LTDER (X_1) dan DPR (X_2) nilainya 0, maka besarnya *output* PBV (Y) adalah 2,578
- b. Koefisien regresi variabel LTDER (struktur modal) sebesar 0,249 artinya jika LTDER mengalami kenaikan satu satuan, maka PBV (nilai perusahaan) akan mengalami peningkatan sebesar 0,249 satuan dengan asumsi variabel lainnya bernilai tetap
- c. Koefisien regresi variabel DPR (kebijakan dividen) sebesar 1,271, artinya jika DPR mengalami kenaikan satu satuan, maka PBV akan mengalami peningkatan sebesar 1,271 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai tetap.

4.2.4. Uji Hipotesis

4.2.4.1. Uji T (Uji Koefisien Regresi secara Parsial)

Uji T digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen.

Tabel 4.10
Hasil Uji T

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.578	.396		6.504	.000
	LN_LTDER (X1)	.249	.108	.259	2.305	.025
	LN_DPR (X2)	1.271	.224	.638	5.680	.000

a. Dependent Variable: LN_PBV (Y)

Sumber: Hasil pengolahan SPSS 17

1. Pengujian koefisien regresi variabel LTDER (X_1)

Langkah-langkah pengujian sebagai berikut:

a. Menentukan hipotesis

H_0 : DER secara parsial tidak berpengaruh terhadap PBV

H_a : DER secara parsial berpengaruh terhadap PBV

b. Menentukan tingkat signifikansi

Tingkat signifikansi menggunakan 0.05

c. Menentukan t_{hitung}

Berdasarkan *output* di atas diperoleh *thitung* sebesar 2,305

d. Menentukan t_{table}

Tabel distribusi t dicari pada $\alpha = 5\% : 2 = 2.5\%$ (uji 2 sisi) dengan derajat kebebasan (df) $n-k-1$ atau $55-2-1 = 52$ (n adalah jumlah data dan k

adalah jumlah variabel independen). Dengan pengujian 2 sisi (signifikansi = 0.025) hasil diperoleh untuk t_{tabel} sebesar 2,007.

e. Kriteria pengujian

H_0 diterima jika $-t_{tabel} \leq t_{hitung} \leq t_{tabel}$

H_0 ditolak jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ atau $t_{hitung} < -t_{tabel}$

f. Membandingkan t_{hitung} dengan t_{tabel}

Nilai t_{hitung} (2,305) > t_{tabel} (2,007), maka H_0 ditolak.

g. Kesimpulan

Karena nilai t_{hitung} (2,305) > t_{tabel} (2,007), maka H_0 ditolak, artinya bahwa LTDER (struktur modal) secara parsial berpengaruh terhadap PBV (nilai perusahaan). Nilai t_{hitung} positif, artinya pengaruh yang terjadi adalah positif, maksudnya semakin tinggi LTDER (struktur modal) maka semakin meningkatkan PBV (nilai perusahaan).

2. Pengujian koefisien regresi variable DPR (X_2)

Langkah-langkah pengujian sebagai berikut:

a. Menentukan hipotesis

H_0 : DPR secara parsial tidak berpengaruh terhadap PBV

H_a : DPR secara parsial berpengaruh terhadap PBV

b. Menentukan tingkat signifikansi

Tingkat signifikansi menggunakan 0.05

c. Menentukan t_{hitung}

Berdasarkan *output* di atas diperoleh t_{hitung} sebesar 1.826

d. Menentukan t_{tabel}

Tabel distribusi t dicari pada $\alpha = 5\% : 2 = 2.5\%$ (uji 2 sisi) dengan derajat kebebasan (df) $n-k-1$ atau $55-2-1 = 52$ (n adalah jumlah data dan k adalah jumlah variable independen). Dengan pengujian 2 sisi (signifikansi = 0.025) hasil diperoleh untuk t_{table} sebesar 2,007

e. Kriteria pengujian

H_0 diterima jika $-t_{table} \leq t_{hitung} \leq t_{table}$

H_0 ditolak jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ atau $t_{hitung} < -t_{tabel}$

f. Membandingkan t_{hitung} dengan t_{table}

Nilai t_{hitung} (5,680) > t_{tabel} (2,007), maka H_0 ditolak

g. Kesimpulan

Karena nilai t_{hitung} (5,680) > t_{tabel} (2,007), maka H_0 ditolak, artinya bahwa DPR (kebijakan dividen) secara parsial berpengaruh terhadap PBV (nilai perusahaan). Nilai t_{hitung} positif, artinya pengaruh yang terjadi adalah positif, maksudnya semakin tinggi DPR (kebijakan dividen) maka semakin meningkatkan PBV (nilai perusahaan).

4.2.4.2. Uji F (Uji koefisien regresi secara bersama-sama)

Uji F digunakan untuk menguji pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat.

Tabel 4.11
Hasil Uji F

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	26.929	2	13.465	16.501	.000 ^a
	Residual	42.432	52	.816		
	Total	69.361	54			

a. Predictors: (Constant), LN_DPR (X2), LN_LTDER (X1)

b. Dependent Variable: LN_PBV (Y)

Sumber: Hasil pengolahan SPSS 17

Tahap-tahap untuk melakukan uji F sebagai berikut:

a. Merumuskan hipotesis

Ho: LTDER dan DPR secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap PBV

Ha: LTDER dan DPR secara bersama-sama berpengaruh terhadap PBV

b. Menentukan tingkat signifikansi

Tingkat signifikansi menggunakan 0.05

c. Menentukan F_{hitung}

Berdasarkan *output* di atas diperoleh F_{hitung} sebesar 16,501

d. Menentukan F_{tabel}

Dengan menggunakan tingkat keyakinan 95%, $\alpha = 5\%$, df 1 (jumlah variable -1) atau $3-1 = 2$ dan df 2 ($n-k-1$) atau $55-2-1 = 52$ (n adalah jumlah data dan k adalah jumlah variabel independen). Hasil diperoleh untuk F_{tabel} sebesar 3.175

e. Kriteria pengujian

Ho diterima jika $F_{hitung} \leq F_{tabel}$

Ho ditolak jika $F_{hitung} > F_{tabel}$

f. Membandingkan F_{hitung} dengan F_{tabel}

Nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$ ($16,501 < 3,175$), maka H_0 ditolak

g. Kesimpulan

Karena nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$ ($16,501 < 3,175$), maka H_0 ditolak, artinya LTDER (struktur modal) dan DPR (kebijakan dividen) secara bersama-sama berpengaruh terhadap PBV (nilai perusahaan).

4.2.4.3. Analisis koefisien determinasi (*Adjusted R²*)

Analisis determinasi digunakan untuk mengetahui prosentase sumbangan pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Menurut Santoso, 2001 (dalam Duwi Priyatno, 2011) bahwa untuk regresi dengan lebih dari dua variabel bebas digunakan *Adjusted R²* sebagai koefisien determinasi. *Adjusted R Square* adalah nilai *R Square* yang telah disesuaikan.

Tabel 4.12
Hasil Analisis koefisien determinasi (*Adjusted R²*)

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.623 ^a	.388	.365	.9033269

a. Predictors: (Constant), LN_DPR (X2), LN_LTDER (X1)

b. Dependent Variable: LN_PBV (Y)

Sumber: Hasil pengolahan SPSS 17

Berdasarkan *output* diperoleh angka *Adjusted R square* sebesar 0,365 atau 36,5%. Hal ini menunjukkan bahwa prosentase sumbangan pengaruh variabel independen yaitu struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan sebesar 36,5%. atau variasi variabel bebas yang digunakan dalam model mampu menjelaskan hanya sebesar 36,5% variasi variabel dependen. Sedangkan sisanya sebesar 63,5% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini.

4.3. Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil penelitian yang telah diuraikan secara statistik, diperoleh nilai korelasi (R) sebesar 0,623 yang berarti bahwa korelasi atau

hubungan antara PBV (LN_PBV) dengan variable independennya (LN_LTDER dan LN_DPR) begitu kuat karena berada diatas 0,5. Angka adjusted R square atau korelasi determinasi adalah 36,5%, yang berarti persentase variasi atau perubahan PBV yang dapat dijelaskan dari variasi *long term debt ratio to equity ratio* dan *dividend payout ratio*, sedangkan sisanya sebesar 63,5% dijelaskan oleh variable lainnya yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Selanjutnya, dari penelitian yang telah dilakukan, dapat dilihat bahwa variable struktur modal memiliki pengaruh yang sangat signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV), sebagaimana ditunjukkan oleh angka signifikansi sebesar 0,025(< 0,05) setelah dilakukan uji t. Dari hasil penelitian ini, variable struktur modal (LTDER) memiliki koefisien regresi bertanda positif sebesar 0,249, artinya apabila terjadi perubahan variable struktur modal (LTDER) sebesar 1% akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,249. Berdasarkan analisis perbandingan langsung antara LTDER dengan CP (*closing price*) dari data sample penelitian dapat dilihat implikasi dari koefisien regresi yang diperoleh variable struktur modal terhadap nilai perusahaan tidak terlalu berpengaruh. Hal ini terlihat dari tidak setiap perubahan yang terjadi pada LTDER akan ikut mempengaruhi harga pasar sebagai indikato nilai perusahaan, kesimpulan ini sesuai dengan hasil *R square* yang diperoleh yaitu sebesar 36,5%.

Begitu juga halnya dengan perbandingan langsung antara DPR terhadap CP yang dapat disimpulkan bahwa nilai koefisien regresi yang diperoleh kebijakan dividen tidak terlalu mempengaruhi nilai suatu perusahaan, yang disebabkan oleh korelasi *R square* yang tidak terlalu kuat.

BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Dari hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Pengujian secara parsial, koefisien struktur modal (X_1) maupun kebijakan dividen (X_2) berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan (Y)
2. Hasil pengujian secara simultan variable independen (X_1 dan X_2) pengaruh secara signifikan terhadap variable dependen (Y)
3. Berdasarkan hasil penelitian diperoleh 36,5% dari variasi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh struktur modal dan kebijakan dividen, sedangkan sisanya sebesar 63,5% dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini

5.2. Implikasi Hasil Penelitian

Dari hasil regresi dapat dilihat bahwa dalam penelitian ini struktur modal dan kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan, oleh karena itu diharapkan kepada perusahaan untuk melakukan pengelolaan sumber modal dan kebijakan dividen lebih baik, sehingga kedua variabel ini dapat lebih mempengaruhi terhadap kenaikan nilai perusahaan.

5.3. Keterbatasan penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan, sehingga bila keterbatasan dapat diatasi pada penelitian selanjutnya, dapat memperbaiki hasil penelitian. Adapun

keterbatasan penelitian, yaitu penelitian ini hanya membahas faktor struktur modal dan kebijakan dividen yang tercakup dalam keputusan pendanaan dalam fungsi manajemen keuangan, padahal masih ada faktor-faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan, seperti kebijakan investasi maupun kebijakan pengelolaan aset yang belum diteliti.

5.4. Saran

1. Diharapkan penelitian selanjutnya dilakukan dengan menggunakan variabel yang sama, tetapi menggunakan sampel yang berasal dari sektor yang lain seperti sektor pertanian, pertambangan sektor perbankan dan sebagainya, sehingga dapat diperoleh perbandingan hasil penelitian yang dapat memunculkan disiplin ilmu baru.
2. Diharapkan penelitian selanjutnya menambahkan variabel lain yang mempengaruhi rasio PBV sebagai pengukur variabel nilai perusahaan.
3. Diharapkan penelitian selanjutnya menambah periode penelitian agar didapat jumlah sampel yang lebih besar.



**ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN KEBIJAKAN
DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PADA SEKTOR
INDUSTRI BARANG KONSUMSI YANG LISTING DI
BURSA EFEK INDONESIA (BEI) PERIODE 2006-2010**

SKRIPSI

**Untuk Memenuhi Sebagian Persyaratan
Mencapai Gelar Sarjana Ekonomi
Program Studi Manajemen**

Oleh:

HAISRI NAVISA NENGSI EMIWATI
0910525185

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ANDALAS
PADANG
2011**

DAFTAR PUSTAKA

- Amirya, Mirna. 2007. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Leverage Perusahaan sebagai Variabel Intervening: Sebuah Perspektif Pecking Order Theory*. Skripsi Mahasiswa Brawijaya (Tidak diterbitkan)
- Anonim. 2010. *Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Utang Jangka Panjang pada Nilai Perusahaan*. Available <http://www.jurnalskripsi.com>
- Arikunto, Suharsimi. 2007. *Manajemen Penelitian*. Jakarta: Rineka Cipta
- Bahagia, Malla. 2008. *Analisis Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan dengan Pendekatan Structural Equation Modeling (SEM)*. Jakarta: UIN Syarifhidayatullah
- Brigham, Eugene F dan Joel F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*, Edisi 2. Jakarta: Erlangga.
- Chandra, Teddy. 2007. *Pengaruh Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan, dan Nilai Perusahaan*. Arthavidya 8 (2)
- Jensen, M.C dan Meckling, W.H. 1976. *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics Vol. 76, 305-360
- Ghozali, Imam. 2004. *Model Persamaan Struktural Konsep dan Aplikasi dengan Program AMOS Ver. 5.0*. Diponegoro: Badan Penerbit UNDIP
- . 2007. *Teori Akuntansi*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gultom, Corry Margaretha dan Firman Syarif. 2008. *Pengaruh Kebijakan Leverage, Kebijakan Dividen, dan Earning per Share terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Akuntansi 47 (<http://akuntansi.usu.ac.id/jurnal-akuntansi-47>). Diakses pada tanggal 07 September 2011)
- Hanafi, Mahmud M dan Abdul Halim. 2003. *Analisis Laporan Keuangan*, Edisi Revisi. Yogyakarta: UUP AMP YKPN
- Harjito, Agus dan Martono. 2001. *Manajemen Keuangan*, Edisi 1. Yogyakarta: EKONISIA.

- Hasnawati, S. 2005. *Implikasi Keputusan Invesatasi Pendanaan dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di BEJ. Majalah Usahawan*. No. 09/XXXIV, 33-42
- Hidayat, Taufik dan Nina Istiadah. 2011. *Panduan Lengkap Menguasai SPSS 19 untuk Mengolah Data Statistik Penelitian*. Jakarta: MediaKita
- Horne, Van James dan Wachowicz M. John. 1999. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Terjemahan Heru Sutojo. Jakarta: Salemba Empat
- Iqbal, Hasan. 2008. *Pokok-pokok materi statistik 2 (statistik inferensif)*, Edisi 2. Jakarta: Bumi Aksara.
- Isshaq, Zangina. 2009. *Corporate Governace, Ownership Structure, Cash Holding, and Firm Value on The Ghana Stock Exchange*. The Journal of Risk Finance 10 (5), 488-499
- Jogiyanto, H.M. 2004. *Metodologi Penelitian Bisnis : Salah Kaprah dan Pengalaman - Pengalaman*, Edisi 1. Yogyakarta: BPF
- Keown, J. Arthur et.al. 2000. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Terjemahan Chaerul D. Djakman dan Dwi Sulistyorini. Jakarta: Salemba Empat
- Myers, Stewart C. 1984. *The Capital Structure Puzzle*. Journal Of Finance Vol 39
- Nazir, Moh. 2005. *Metodologi Penelitian*. Bogor: Ghalia Indonesia
- Nurmalia. 2006. *Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham Perusahaan-Perusahaan Otomotif di Bursa Efek Jakarta*. Mandiri 9 (1)
- Priyatno, Duwi. 2011. *Buku Saku SPSS (Analisis Statistika Data, Lebih Cepat, Efisien, dan Akurat)*. Yogyakarta: MediaKom
- Riyanto, Bambang, 1998. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi 4. Yogyakarta: BPF
- Rosa, Elfira. 2008. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dengan Pendekatan Teori Pecking Order*. Skripsi Universitas Andalas
- Safrida, E. 2008. *Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*: Tesis Universitas Sumatera Utara
- Sekaran, Uma. 2006. *Metodologi Penelitian untuk Bisnis*, Edisi 4. Jakarta: Salemba Empat
- Suad, Husnan. 1996. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang*, Buku 1, Edisi 4. Yogyakarta: BPF

- Subramanyam, K. R. 2010. *Analisis Laporan Keuangan*, Buku 1. Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Sugiono. 2004. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 2007. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)*. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 9 (1), 41-48
- Susanti, Rika. 2010. *Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan*. Semarang: Universitas Diponegoro
- Syarif, Firman. et.al. 2008. *Pengaruh Kebijakan Leverage, Kebijakan Dividenden dan Earning Per Share terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*.
- Taswan. 2003. *Analisis Integrasi Strategi Di Lik dan Dividen Terhadap Nilai perusahaan serta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya*. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Semarang
- Trismawati. 2002. *Analisis Pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen terhadap Perkembangan Harga Saham Manufaktur di Bursa Efek Jakarta (BEJ)*. Perpustakaan Digital ITB
- Yuniasih, Ni Wayan dan Made Gede Wirakusuma. 2007. *Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility dan Good Corporate Governance sebagai Variabel Pemoderasi*. Skripsi Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Udayana. Bali
- <http://www.duniainvestasi.com>. Diakses pada tanggal 23 Januari 2011
- <http://www.google.com>. *Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan*. Diakses pada tanggal 21 September 2011
- <http://www.google.com>. *Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan*. Diakses pada tanggal 28 September 2011
- <http://www.idx.co.id>. Diakses pada tanggal 23 Januari 2011