

PENGARUH KEPUTUSAN INVESTASI, PENDANAAN, KEBIJAKAN DIVIDEN, DAN MODAL INTELEKTUAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Debby Gabriella Eveline
debbyeveline80@gmail.com
Lailatul Amanah

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

Maximizing firm value is one of company priorities in running its operations. Firm value which is reflected in share price is one of important elements for investors who want to invest their capital. This research is meant to examine the influence of investment decision, funding decision, dividend policy, intellectual capital to firm value of manufacturing companies which are listed in Indonesia Stock Exchange (IDX). The population has been obtained by using purposive sampling method to the manufacturing companies which are listed in Indonesia Stock Exchange in 2012-2014 periods and they have been selected based on the determined criteria so 26 manufacturing companies have been obtained as samples. The analysis method has been carried out by using multiple linear regressions analysis and the SPSS application. The result of goodness of fit test shows that investment decision, funding decision, and dividend policy is the explanatory factor of firm value. The result of hypothesis test which has been done by using t test shows that funding decision and intellectual capital has an influence to the firm value 000 whereas investment decision and dividend policy does not have any influence to the firm value.

Keywords: *Investment decision, funding decision, dividend policy, intellectual capital.*

ABSTRAK

Memaksimalkan nilai perusahaan adalah salah satu prioritas perusahaan dalam menjalankan operasinya. Nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham merupakan salah satu unsur penting bagi investor yang ingin menanamkan modalnya. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, modal intelektual terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2012-2014 dan dipilih berdasarkan metode *purposive sampling*, sehingga diperoleh sampel sebanyak 26 perusahaan manufaktur. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda dengan alat bantu aplikasi SPSS. Hasil uji *goodness of fit* menunjukkan keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan dividen merupakan faktor penjelas nilai perusahaan. Dan hasil uji koefisien determinasi membuktikan bahwa variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Hasil uji hipotesis dengan menggunakan uji t membuktikan bahwa keputusan pendanaan dan modal intelektual berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan keputusan investasi dan kebijakan dividen masing-masing tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Kata kunci: keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, modal intelektual.

PENDAHULUAN

Seiring dengan perkembangan bisnis dan ekonomi yang semakin modern, dan didukung dengan adanya Masyarakat Ekonomi Asean (MEA) yang semakin memperketat persaingan di dunia bisnis. Setiap perusahaan berlomba-lomba mengoptimalkan sumber daya yang mereka miliki demi mencapai laba maksimum, dengan harapan meningkatkan nilai perusahaan yang juga merupakan tujuan jangka panjang perusahaan pada umumnya.

Perusahaan pada umumnya didirikan untuk memaksimalkan keuntungan dan memakmurkan para pemegang saham atau pemilik perusahaan. Meningkatnya kekayaan dapat dilihat dari meningkatnya harga saham yang merupakan simbol peningkatan nilai perusahaan. Wijaya dan Wibawa (2010) menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat didefinisikan sebagai nilai pasar. Nilai pasar merupakan persepsi pasar yang berasal dari pemegang saham, kreditur dan *stakeholder* lain terhadap kondisi perusahaan yang tercermin pada nilai pasar saham perusahaan yang bisa menjadi ukuran nilai perusahaan. Memaksimalkan nilai perusahaan dapat dicapai dengan pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya (Wijawa dan Wibawa, 2010). Seorang manajer perusahaan bertanggung jawab penuh pada pembuatan dan pengambilan keputusan yang berpengaruh terhadap pencapaian tujuan perusahaan.

Dengan motif meningkatkan nilai perusahaan, manajer keuangan sebagai salah satu pihak yang berperan penting dalam kelangsungan hidup perusahaan mengimplementasikannya dengan cara membuat berbagai keputusan dan kebijakan keuangan. Sebagaimana yang dikemukakan oleh Hasnawati (2005) bahwa, manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Keputusan berinvestasi merupakan salah satu keputusan yang penting karena akan mempengaruhi prospek perusahaan di masa yang akan datang. Perusahaan dapat memperoleh kesempatan untuk memperoleh keuntungan lebih diluar usahanya. Namun keputusan berinvestasi tidak bisa dilakukan dengan sembarangan, manajer perusahaan perlu memikirkan secara matang aspek-aspek kelayakan berinvestasi.

Keputusan pendanaan menghasilkan sebuah kebijakan akan sumber pendanaan yang akan digunakan perusahaan. Manajer dalam menjalankan tugasnya, dituntut untuk dapat mempertimbangkan dengan baik keputusan pendanaan yang tepat dengan memperhatikan kondisi perusahaan serta menganalisis kombinasi sumber pendanaan yang ekonomis bagi perusahaan. Hal ini dapat terlihat dari sisi liabilitas dan modal pada neraca atau *balance sheet* perusahaan. Keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana yang tepat untuk mengoptimalkan nilai perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah keuntungan atau laba yang diperoleh perusahaan akan dibagi atau akan ditahan untuk menambah modal guna kepentingan ekspansi dan pengembang perusahaan sebagai investasi di masa yang akan datang. Rasio pembayaran dividen yang lebih dikenal dengan istilah *dividend payout ratio* membantu manajer keuangan dalam hal menentukan jumlah laba yang akan didistribusikan dengan jumlah dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan perusahaan. Rasio ini menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa berupa dividen kas. Menurut Martono dan Harjito (2011), apabila laba perusahaan yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Hal ini akan mempengaruhi pandangan pemegang saham terhadap perusahaan. Karena pada dasarnya pemegang saham menggunakan dividen sebagai tolak ukur untuk menilai prospek perusahaan di masa depan.

Modal intelektual atau *intellectual capital* turut berperan penting dalam peningkatan nilai perusahaan. *Intellectual capital* adalah sumber daya perusahaan yang memegang peranan penting, sama halnya seperti *physical capital* dan *financial capital* (Asni, 2007). Modal intelektual atau IC adalah modal yang dimiliki mengacu pada kemampuan, pengetahuan yang dapat memberikan manfaat bagi perusahaan. Manfaat dalam konteks ini adalah nilai tambah atau kontribusi bagi perusahaan. *Intellectual capital* sebagai sumber daya pengetahuan dalam bentuk karyawan, pelanggan, baik proses penciptaan nilai atau teknologi yang digunakan dimana perusahaan dapat menggunakannya dalam proses penciptaan nilai

bagi perusahaan. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa modal intelektual turut membantu dalam proses peningkatan nilai perusahaan.

Berdasarkan latar belakang diatas, maka perumusan masalah dari penelitian ini adalah: (1) Apakah keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan? (2) Apakah keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan? (3) Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan? (4) Apakah modal intelektual berpengaruh terhadap nilai perusahaan? Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen dan modal intelektual terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2014. Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya dalam hal penggunaan pengukuran dan variabel yang diteliti, dalam penelitian ini digunakan rasio pertumbuhan keputusan investasi dan variabel modal intelektual sebagai salah satu variabel independen.

TINJAUAN TEORETIS

Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Signaling theory merupakan sinyal-sinyal informasi yang dibutuhkan oleh investor untuk mempertimbangkan dan menentukan apakah para investor akan menanamkan sahamnya atau tidak pada perusahaan yang bersangkutan (Suwardjono, 2014). Teori sinyal menjelaskan pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap investor yang ingin menanamkan sahamnya. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa laporan keuangan bagi perusahaan publik, suatu pengumuman seperti ini akan memberikan sinyal-sinyal tentang kondisi perusahaan yang bermanfaat bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Pada umumnya, pasar cenderung proaktif terhadap informasi yang mengandung nilai positif dibandingkan dengan informasi perusahaan yang bernilai negatif.

Teori sinyal, menjelaskan alasan mengapa laporan keuangan perlu untuk dipublikasikan kepada pihak di luar perusahaan. Manajer sebagai penanggung jawab dan pengelola perusahaan, lebih mengenal dan menguasai informasi-informasi internal dan kondisi perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham atau investor sehingga membuka kemungkinan terjadinya asimetri informasi. Suwardjono (2014) mengungkapkan bahwa, karena manajemen dan investor atau kreditor merupakan pihak yang terpisah dan hubungan kedua pihak tersebut dipandang sebagai hubungan keagenan, dikhawatirkan akan terjadi asimetri informasi antara kedua pihak tersebut, dengan manajemen sebagai pihak yang lebih menguasai informasi.

Asimetri informasi mendorong para investor untuk melakukan pencarian informasi non publik secara individual yang mengakibatkan para investor tidak mempunyai informasi yang sama (lantaran kemampuan teknis dan ekonomik yang tidak sama). Akibatnya pasar menjadi tidak efisien (Suwardjono, 2014).

Teori Struktur Modal

Teori struktur modal adalah teori yang menjelaskan, mengenai adanya pengaruh yang terjadi akibat pengambilan keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan. Para ahli menuturkan beberapa pendapat mereka mengenai struktur modal, Riyanto (2010) menjelaskan bahwa struktur modal adalah pembelanjaan permanen yang dicerminkan melalui perimbangan antara modal sendiri dengan hutang jangka panjang. Sedangkan Husnan dan Pudjiastuti (2012) menyatakan bahwa struktur modal merupakan suatu perimbangan atau kombinasi antara modal asing dengan modal sendiri. Dari pendapat para ahli tersebut, dapat disimpulkan bahwa struktur modal adalah proporsi pendanaan yang digunakan untuk pembelanjaan, yang bersumber dari dana eksternal atau internal perusahaan.

Modigliani-Miller (1958) mengemukakan teori bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dan kemudian memasukkan unsur pajak yang memunculkan pendapat bahwa nilai perusahaan dengan utang bisa dihitung sebagai nilai perusahaan tanpa utang ditambah dengan penghematan pajak akibat penggunaan hutang tersebut. Secara singkat, teori ini menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat bila menggunakan sumber pendanaan sepenuhnya dari utang. Modigliani-Miller beranggapan bahwa utang lebih efektif dalam meningkatkan nilai perusahaan karena adanya bunga, maka perusahaan lebih baik menggunakan utang. Menurut Kesuma (2009), hal ini terjadi karena sifat *tax deductibility of interest payment*, yang artinya pembayaran bunga merupakan pengurang pajak. Tetapi jika struktur modal dapat dikombinasikan dengan baik, yakni menggunakan perpaduan antara utang dan modal sendiri dengan proporsi yang tepat dan sesuai, maka akan menghasilkan struktur modal yang baik, yang dapat meningkatkan nilai perusahaan di mata pemegang saham.

Keputusan Investasi

Perusahaan dapat berinvestasi dengan beberapa cara, salah satu diantaranya adalah dengan melakukan investasi pada aset tetap. Keputusan investasi dapat diukur dengan menggunakan pertumbuhan aset tetap. Pada dasarnya pilihan investasi itu merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun jika dibandingkan dengan fakta yang ada, tidak semua perusahaan dapat melaksanakan semua keputusan investasi di masa yang akan datang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut maka akan mengalami suatu proses dimana pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan yang hilang.

Kesempatan investasi dapat diukur dengan pertumbuhan aset bersih atas total aset yang dimiliki perusahaan. Hal ini sesuai dengan format salah satu laporan keuangan yaitu arus kas. Dimana investasi yang dilakukan perusahaan dapat berwujud pengeluaran atas total aset. Representasi atau *proxy* yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan *Total Assets Growth Ratio (TAG)*. Rasio ini digunakan karena dapat menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola aktivitas investasinya. Hasil dari keputusan investasi perusahaan dapat dilihat dari total assets growth, dimana keputusan investasi yang tepat akan menghasilkan kinerja yang optimal yang dapat meningkatkan pertumbuhan aset perusahaan. *Total assets growth* adalah rata-rata pertumbuhan kekayaan perusahaan. Bila kekayaan awal suatu perusahaan adalah tetap jumlahnya, maka pada tingkat pertumbuhan aset yang tinggi berarti besarnya kekayaan akhir perusahaan tersebut semakin besar. Demikian pula sebaliknya. Pada tingkat pertumbuhan aset yang tinggi, bila besarnya kekayaan akhir tinggi berarti kekayaan awalnya rendah. Rasio ini juga dapat didefinisikan sebagai perubahan tahunan dari aset tetap.

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan merupakan keputusan keuangan yang berkaitan dengan sumber pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan. Sumber pendanaan yang dapat digunakan oleh perusahaan dapat bersumber dari pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pendanaan internal adalah pendanaan yang diperoleh dari aktivitas operasional perusahaan, yang kemudian setelah dikurangi dengan beban akan menghasilkan laba. Laba inilah yang akan digunakan untuk membiayai pembelanjaan perusahaan. Sedangkan pendanaan eksternal adalah sumber dana yang diperoleh dari pihak asing atau pihak luar dalam bentuk pinjaman atau utang. Terdapat beberapa teori struktur modal yang dapat digunakan untuk mempertimbangkan keputusan pendanaan suatu perusahaan, diantaranya *pecking order theory* dan *trade off theory*. Pada dasarnya terdapat dua pendekatan dalam menilai keputusan pendanaan yaitu pendekatan tradisional dan pendekatan modern. *Trade*

off theory menurut Hanafi (2012) merupakan teori gabungan antara pendekatan Modigliani-Miller dengan memasukkan biaya kebangkrutan yang mengindikasikan adanya *trade off* dengan biaya kebangkrutan. Dalam kenyataannya ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sepenuhnya dalam pengoperasian usahanya. Persentase utang semakin tinggi akan menimbulkan dampak risiko kebangkrutan yang lebih besar. Sedangkan esensi *Pecking order theory* adalah gambaran sebuah tingkatan dalam perolehan sumber dana perusahaan, yang menunjukkan bahwa pada umumnya perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* atau modal sendiri dalam membiayai investasi dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. Pendekatan yang kedua diutarakan pertama kali oleh dua orang ekonom yaitu Modigliani dan Miller yang menentang pandangan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Modigliani dan Miller kemudian memasukkan faktor pajak ke dalam teorinya. Pajak merupakan iuran wajib yang diperhitungkan sebagai arus kas keluar karena disetorkan pada pemerintah. Dengan demikian teori ini beranggapan bahwa utang bisa digunakan sebagai solusi penghemat pajak.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang diambil oleh manajer keuangan yang berhubungan dengan keputusan apakah dividen suatu periode akan dibagikan kepada pemegang saham atau apakah dividen tersebut akan ditahan dan tidak dibagi untuk kepentingan pengembangan dan ekspansi perusahaan. Pembayaran dividen juga mengurangi kemungkinan terjadinya konflik antara manajemen dengan investor (*agency theory*), selain itu pembayaran dividen yang tinggi juga akan mengurangi risiko ketidakpastian (*bird in the hand theory*). Sembiring dan Pakpahan (2010), menyatakan bahwa *bird in the hand theory* berargumen bahwa dividen lebih baik daripada *capital gain* karena dividen yang dibagikan kurang berisiko dibandingkan *capital gain*.

Pendapatan dividen memiliki sifat yang lebih pasti (*predictable*) daripada *capital gain*. Ada dua alasan mengapa kebijakan dividen penting untuk dipertimbangkan. Alasan pertama adalah pembagian dividen akan mempengaruhi kenaikan atau penurunan harga saham. Kedua, dividen yang didapat dari laba operasi merupakan sumber pendanaan yang bermanfaat untuk kepentingan ekspansi perusahaan. Terdapat tiga teori yang melandasi kebijakan dividen, yaitu: (1) *Dividend irrelevance theory* menjelaskan bahwa nilai perusahaan ditentukan dari kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari aset perusahaan, bukan dari pembagian dividen. (2) *bird in the hand theory* mengungkapkan bahwa pembagian dividen di saat sekarang lebih baik dibandingkan *capital gain* di masa depan. Hal ini dikarenakan perusahaan rentan oleh ketidakpastian di masa mendatang, oleh karena itu pembagian dividen akan mengurangi risiko ketidakpastian yang mungkin dialami oleh perusahaan serta memberikan dampak positif bagi nilai perusahaan. (3) *Tax preference theory* adalah suatu teori yang menyatakan karena adanya pajak terhadap dividen dan *capital gain*, maka pemegang saham akan lebih memilih *capital gain*, karena dapat menunda pembayaran pajak sampai saham dijual.

Modal Intelektual

Modal intelektual merupakan *intangible asset* yang dimiliki oleh perusahaan, di era bisnis yang sudah modern, modal perusahaan bukan lagi hanya modal aktiva. Modal intelektual juga menunjukkan kapabilitas organisasi untuk menciptakan, melakukan transfer, dan mengimplementasikan pengetahuan. Sedangkan Ulum (2009) menyatakan bahwa modal intelektual adalah jumlah keseluruhan dari segala sesuatu yang ada di dalam sebuah perusahaan dan memberikan keunggulan bersaing. Pandangan ini diperjelas oleh Yudhayanti dan Shanti (2011) bahwa, *intellectual capital* adalah pengetahuan material-intelektual, informasi, properti intelektual maupun pengalaman yang dapat diambil untuk

digunakan menciptakan kesejahteraan. Dalam modal intelektual terdapat tiga komponen utama, yaitu: *human capital*, *structural capital*, dan *customer capital* atau *relational capital* (Santoso, 2012). Penjelasan tiga komponen tersebut ialah: (1) *Human Capital*, menurut Mulyadi (2001), modal manusia adalah hasil kali kapabilitas karyawan (*employee capability*) dengan komitmen karyawan (*employee commitment*).

Kemampuan dan karakteristik karyawan perusahaan seperti energi, kecerdasan sikap, komitmen, kreatifitas, kemampuan belajar dan sebagainya, termasuk pengetahuan dan berbagai *skill* lainnya yang dimiliki oleh karyawan, yang dapat memberikan kontribusi bagi nilai perusahaan. Kelebihan *human capital* menurut Mulyadi (2001) adalah dapat dikembangkan, mudah dibawa pergi, berhubungan langsung dengan persepsi *customer*, dan menarik sumber daya lain menjadi satu. (2) *Structural Capital* atau *Organizational Capital* adalah pengetahuan yang dimiliki oleh perusahaan untuk ditransformasikan oleh *human capital* sehingga dapat memberikan nilai tambah bagi perusahaan. Komponen ini mencakup sistem informasi, teknologi, struktur dan sistem distribusi, sistem produksi dan sebagainya. (3) *Customer Capital* atau *Relational Capital* merupakan kemampuan perusahaan untuk berinteraksi dengan pihak luar, seperti pelanggan, *supplier* dan pihak-pihak lain yang dapat memberikan nilai tambah bagi perusahaan. Komponen ini mencakup hubungan yang baik dengan pelanggan, *supplier*, *franchise* dan sebagainya.

Asyik (2011) berpendapat bahwa, modal manusia merupakan *lifeblood* dalam modal intelektual yang merupakan sumber inovasi dan perbaikan, tetapi merupakan komponen yang sulit diukur. Sawarjuwono dan Prihatin (2003) menyatakan bahwa metode pengukuran IC dikelompokkan menjadi dua kelompok yaitu: pengukuran *non-monetary* dan pengukuran *monetary*. Salah satu metode pengukuran modal intelektual dengan penilaian non-moneter adalah dengan menggunakan *Balance Scorecard* oleh Kaplan dan Norton, sedangkan menurut Daud dan Amri (2008) pengukuran *intellectual capital moneter*, dapat diukur dengan model yang dikembangkan oleh Pulic yang lebih dikenal dengan sebutan *Value Added Intellectual Coefficient (VAICTM)*. VAIC dianggap sebagai indikator yang cocok untuk mengukur IC di riset empiris hal ini juga didukung dengan kemudahan perolehan data keuangan standar yang umumnya tersedia dari laporan keuangan perusahaan.

Nilai Perusahaan

Fokus utama manajer dalam melakukan tanggung jawabnya adalah mengoptimalkan nilai perusahaan, yang juga merupakan tujuan mengapa suatu perusahaan didirikan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang terkait erat dengan harga sahamnya. *Firm value* atau nilai perusahaan menggambarkan kondisi perusahaan pada waktu tertentu sebagai wujud dari rasa kepercayaan masyarakat terhadap kinerja perusahaan. Nilai perusahaan pada dasarnya diukur dari beberapa aspek, salah satunya adalah harga pasar saham perusahaan, karena harga pasar saham perusahaan mencerminkan penilaian investor atas keseluruhan ekuitas yang dimiliki (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Beberapa rasio yang cukup sering digunakan sebagai indikator pengukuran nilai perusahaan adalah: (1) *Price earning ratio (PER)*, rasio yang membandingkan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham. (2) *Price to book value ratio (PBV)*, rasio yang membandingkan antara harga saham dengan nilai buku per saham. (3) *Tobin's Q* yaitu rasio yang membandingkan nilai pasar suatu perusahaan yang terdaftar di pasar keuangan dengan nilai penggantian aset (*aset replacement value*) perusahaan. (4) *Market Value*, yaitu nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas obligasi dan ekuitas perusahaan yang beredar.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan investasi sudah menjadi keputusan yang berperan penting dalam perkembangan perusahaan. Prospek perusahaan di masa depan berkaitan dengan keputusan investasi yang diambil oleh manajer saat ini. Tujuan perusahaan berinvestasi adalah untuk mendapatkan respon positif dari pemilik perusahaan atau pemegang saham. Dengan investasi yang tepat, perusahaan akan mendapatkan keuntungan, yang nantinya akan membuat investor tertarik untuk menanamkan saham dengan motif mengharapkan tingkat pengembalian sesuai dengan yang diinginkan. Di era bisnis yang penuh tuntutan, perusahaan diharapkan akan selalu bertumbuh dan mengalami peningkatan secara finansial, itulah mengapa manajer harus secara matang mempertimbangkan keputusan berinvestasi yang tepat. Penelitian Naiborhu (2014), membuktikan bahwa keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian serupa juga dilakukan Sari (2013) dengan hasil penelitian, keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H_1 : Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan pendanaan menjelaskan tentang pendanaan yang akan digunakan untuk pembelanjaan perusahaan. Pembelanjaan dalam konteks penelitian ini adalah penetapan sumber daya untuk membiayai investasi perusahaan, yang dapat bersumber dari pendanaan internal dan eksternal yang meliputi utang jangka pendek, utang jangka panjang atau modal sendiri. Keputusan pendanaan didasari oleh teori struktur modal yang menjelaskan bahwa kombinasi yang tepat akan utang dan modal sendiri. Konsumsi utang yang berlebihan untuk kepentingan pembelanjaan perusahaan akan menyebabkan risiko kebangkrutan suatu perusahaan.

Semakin tinggi utang yang dimiliki oleh perusahaan dibandingkan dengan manfaat yang diperoleh, maka semakin tinggi pula ancaman kebangkrutan perusahaan, hal ini disebabkan oleh membengkaknya biaya bunga yang juga harus dipenuhi oleh perusahaan. Namun dengan digunakannya utang sebagai sumber pendanaan, investor dapat melihat bahwa sesungguhnya kemampuan perusahaan cukup baik dalam memenuhi rasio utang baik jangka pendek dan jangka panjang. Selain itu investor memandang bahwa tingkat konsumsi utang yang tinggi juga menandakan bahwa kreditur mempercayai perusahaan dalam mengelola dana pinjaman tersebut. Bunga atas pinjaman di sisi lain juga membantu investor dalam hal menghemat pajak penghasilan yang harus dibayarkan.

H_2 : Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Pertimbangan untuk membagikan laba kepada pemegang saham atau menahan laba untuk kepentingan pengembangan perusahaan di masa yang akan datang merupakan inti dari kebijakan dividen. Kebijakan dividen dilandasi oleh teori *bird in the hand* yang menyatakan bahwa penerimaan dividen di masa sekarang dapat mengatasi ketidakpastian di masa mendatang.

Teori ini juga memberikan argumen bahwa semakin tinggi dividen yang dibagikan, maka pemegang saham akan semakin responsif dan memberikan pandangan positif kepada perusahaan yang berakibat akan naiknya nilai perusahaan yang diikuti dengan melonjaknya harga saham. Penelitian Sari (2013), membuktikan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan Bakar dan Isnurhadi (2013), menyatakan lain dengan hasil penelitian yang membuktikan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H_3 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan

Modal intelektual mencakup semua pengetahuan karyawan, organisasi dan kemampuan mereka untuk menciptakan nilai tambah dan menyebabkan keunggulan kompetitif berkelanjutan. Modal intelektual merupakan aset penting yang wajib dimiliki oleh setiap perusahaan untuk mendapatkan manfaat ekonomi di masa mendatang. Modal intelektual membantu perusahaan untuk mengelola sumber daya yang dimiliki perusahaan secara optimal, sehingga dapat menaikkan nilai perusahaan.

Appuhami (2007) menyatakan bahwa semakin besar nilai modal intelektual (VAIC) semakin efisien penggunaan modal perusahaan, sehingga menciptakan nilai tambah bagi perusahaan. Sunarsih dan Mendra (2012) menyatakan modal intelektual diyakini dapat berperan penting dalam peningkatan nilai perusahaan maupun kinerja keuangan. Dengan mengukur modal intelektual dapat diketahui keberhasilan sumber daya manusia yang dimiliki oleh perusahaan dalam mengelola *human capital*, *structural capital* dan *capital employed*. Semakin tinggi rasio VAIC suatu perusahaan, maka semakin besar nilai tambah perusahaan yang didapatkan. Hal ini juga akan menambah kepercayaan investor, karena rasio VAIC menunjukkan tingkat efisiensi penggunaan modal perusahaan. Ketertarikan investor akan menimbulkan kenaikan harga saham karena respon positif atas VAIC.

H_4 : Modal intelektual berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

METODA PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Penelitian ini adalah penelitian kausal komparatif (*causal-comparative research*) yaitu penelitian yang bertujuan untuk mengetahui hubungan sebab akibat antara dua variabel atau lebih. Penelitian ini berfokus pada analisis untuk mengetahui adanya pengaruh keputusan investasi, pendanaan, kebijakan dividen dan modal intelektual terhadap nilai perusahaan. Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun pengamatan, yakni tahun 2012 sampai 2014 dengan jumlah populasi sebanyak 142 perusahaan.

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengumpulan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* dilakukan dengan mengambil data-data yang telah ditentukan oleh peneliti menurut ciri-ciri khusus atau kriteria yang dimiliki oleh sampel itu. Sampel yang *purposive* adalah sampel yang dipilih dengan cermat hingga relevan dengan rancangan penelitian. Kriteria yang ditentukan dalam penelitian adalah: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun penelitian 2012 sampai 2014. (2) Perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan keuangannya berturut-turut selama tahun penelitian 2012 sampai 2014. (3) Perusahaan manufaktur yang menggunakan mata uang pelaporan rupiah selama tahun penelitian 2012 sampai 2014. (4) Perusahaan manufaktur yang tidak mengalami rugi selama tahun penelitian 2012 sampai 2014. (5) Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen kas selama tahun penelitian 2012 sampai 2014.

Teknik Pengumpulan Data

Data-data dalam penelitian ini bersumber dari data sekunder. Data sekunder mengacu pada informasi yang dikumpulkan oleh seseorang, dan bukan peneliti yang melakukan studi mutakhir (Sekaran, 2006). Penghimpunan data dalam pengamatan dilakukan dengan teknik dokumenter, yaitu teknik penghimpunan data baik dokumen tertulis, gambar maupun elektronik. Kemudian data yang berhasil dihimpun akan dianalisis, dibandingkan

dan diuji membentuk suatu penelitian yang sistematis. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia atau diperoleh melalui akses internet pada web *Indonesia Stock Exchange* (IDX) melalui www.idx.co.id, serta dari sumber-sumber lainnya.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Definisi operasional variabel ini berisi tentang variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, modal intelektual dan nilai perusahaan.

Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan keputusan yang diambil oleh manajer keuangan tentang pertimbangan pilihan investasi perusahaan di masa yang akan datang. Keputusan investasi tidak dapat dilihat secara langsung oleh pihak luar. Akan tetapi Sunariyah (2006) mengungkapkan keputusan investasi dapat diukur melalui pertumbuhan total aset perusahaan yang bersangkutan dari tahun ke tahun yang menunjukkan perkembangan investasi perusahaan. Oleh karena itu dalam penelitian harus menggunakan proksi yang dianggap dapat menjadi tolak ukur. Proksi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Total Assets Growth* (TAG). Menurut Raintani *et al.* (2011) rasio ini dianggap mampu untuk merefleksikan aktivitas investasi suatu perusahaan dengan mengukur pertumbuhan aset perusahaan dari tahun ke tahun.

$$Total\ Assets\ Growth = \frac{Total\ Assets - Total\ Assets\ t-1}{Total\ Assets\ t-1}$$

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan berhubungan dengan struktur modal atau pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan untuk kebutuhan investasi dan kegiatan perusahaan agar dapat memperoleh sumber pendanaan yang efisien. Rasio yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Debt to Equity Ratio*. Rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui utang dengan pendanaan melalui modal sendiri.

$$DER = \frac{Total\ Utang}{Total\ Ekuitas}$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen berkaitan erat dengan keputusan manajemen yang ingin membagikan laba sebagai dividen untuk pemegang saham atau menahan laba untuk kepentingan ekspansi. Keputusan untuk membagikan keuntungan yang diperoleh dalam bentuk dividen ditentukan oleh tingkat keuntungan yang diharapkan atas kesempatan investasi. Kebijakan dividen dalam penelitian ini diproksikan dalam bentuk *Dividend Payout Ratio* (DPR), dimana DPR menunjukkan perbandingan antara dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas dividen dengan laba per lembar saham (*earning per share*).

$$DPR = \frac{Dividend\ Per\ Share}{Earning\ Per\ Share}$$

Modal Intelektual

Modal intelektual dalam penelitian ini diukur dengan model *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC). Model VAIC sebagai ukuran atau modal penelitian mengacu pada penelitian Yuniasih *et al.* (2010) dan Widarjo (2010). Rumus perhitungan VAIC adalah sebagai berikut:

$$VA = OUT - IN$$

Keterangan:

Input (IN): Beban dan biaya-biaya (selain beban karyawan)

Output (OUT): Total penjualan dan pendapatan lain

Value Added (VA): Selisih antara *output* dan *input*

$$VACE = \frac{Value\ Added}{Capital\ Employed}$$

Keterangan:

Value Added (VA): Selisih antara *output* dan *input*

Capital Employed (CE): Dana yang tersedia (ekuitas dan laba bersih)

Value Added Capital Employed (VACE): Menunjukkan kontribusi yang dibuat oleh setiap unit dari CE terhadap *value added* organisasi

$$VAHC = \frac{Value\ Added}{Human\ Capital}$$

Keterangan:

Value Added (VA): Selisih antara *output* dan *input*

Human Capital (HC): Beban Karyawan

Value Added Human Capital (VAHC) menunjukkan kontribusi yang dibuat oleh setiap rupiah yang diinvestasikan dalam HC terhadap *value added* organisasi.

$$VASC = \frac{Structural\ Capital}{Value\ Added}$$

Keterangan:

Structural Capital (SC): Selisih antara *Value Added* (VA) dengan *Human Capital* (HC).

Human Capital (HC): Beban karyawan.

Value Added (VA): Selisih antara *output* dan *input*.

Value Added Structural Capital (VASC) mengukur jumlah SC yang dibutuhkan untuk menghasilkan 1 rupiah dari VA dan merupakan indikasi bagaimana keberhasilan SC dalam penciptaan.

$$VAIC^{TM} = VACE + VAHC + VASC$$

Value Added Intellectual Coefficient (VAICTM) mengindikasikan kemampuan intelektual organisasi.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan menurut Nurlala dan Islahudin (2008) didefinisikan sebagai nilai pasar. Terdapat dua cara untuk mengukur nilai perusahaan yang umum digunakan dalam penelitian, yaitu *Price Book Value* (PBV) dan Tobin's Q. Dalam penelitian ini, digunakan proksi Tobin's Q untuk mengukur nilai perusahaan, dengan rumus Tobin's Q sebagai berikut:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{(EMV + D)}{(EBV + D)}$$

Keterangan:

EMV : Jumlah saham biasa beredar dikali dengan *closing price* saham.

DEBT (D) : Total utang.

EBV : Nilai buku total aset ditambah total utang.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas adalah uji yang dilakukan untuk mengetahui apakah data yang akan diteliti telah berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas mengidentifikasi model regresi, variabel dependen, variabel independen tentang kenormalan data yang digunakan. Model regresi yang baik adalah data terdistribusi dengan normal atau mendekati normal. Untuk menguji apakah distribusi normal atau tidak, dapat digunakan metode analisis grafik dari normal *P-P Plot of Regression Standardized Residual*, dengan menggunakan asumsi jika ada titik-titik data menyebar disekitar garis normal dan mengikuti arah diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Jika titik-titik menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas. Selain itu digunakan uji non-parametrik Kolmogorov-Smirnov untuk menambah tingkat keyakinan dari hasil uji grafik p-plot yang menunjukkan apabila data yang digunakan berdistribusi normal maka tingkat signifikansi yang harus dipenuhi adalah lebih besar dari 0,05. Dari hasil output SPSS, grafik p-plot menunjukkan titik-titik yang menyebar mengikuti garis diagonal dan melalui uji Kolmogorov-Smirnov diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,642. Hal itu menunjukkan bahwa model regresi terdistribusi normal karena tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 atau pada periode sebelumnya (Ghozali, 2011). Model regresi yang baik adalah model regresi yang tidak terjadi autokorelasi di dalamnya. Untuk mendeteksi ada dan tidak adanya autokorelasi maka dapat dilihat dari tabel Durbin-Watson. Menurut Ghozali (2011) dasar pengambilan keputusannya dari metode Durbin Watson adalah: (1) Nilai D-W yang besar atau di atas 2 berarti ada autokorelasi negatif. (2) Nilai D-W antara negatif 2 sampai 2 berarti tidak ada autokorelasi atau bebas dari autokorelasi. (3) Nilai D-W yang kecil atau dibawah negatif 2 berarti ada autokorelasi positif. Dari hasil output SPSS, diperoleh nilai Durbin Watson sebesar 1,408 yang menunjukkan bahwa dalam data penelitian tidak terdapat autokorelasi atau bebas dari autokorelasi.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen (Ghozali, 2013). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi diantara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi maka variabel-variabel tersebut tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel bebas yang nilai antar korelasi antar semua variabel bebas yang nilai antar semua variabel bebas sama dengan 0 (Ghozali, 2011). Untuk mendeteksi adanya multikolinearitas adalah dengan melihat nilai *tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya.

Nilai *tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih, yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi. Pedoman modal regresi yang bebas multikolinearitas adalah model regresi yang memiliki nilai VIF disekitar kurang dari 10 dan mempunyai angka *tolerance* mendekati 1. Dari hasil output SPSS, diperoleh nilai yang menunjukkan bahwa nilai VIF telah sesuai dengan ketentuan yaitu kurang dari 10 dan angka *tolerance* yang mendekati 1 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas pada data penelitian.

Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variabel dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas. Uji heterokedastisitas dapat dilakukan dengan uji grafik plot. Untuk mendekati ada atau tidak adanya heterokedastisitas adalah dengan cara melihat grafik *scatterplot*.

Menurut Ghozali (2011), cara untuk mendeteksi adanya heterokedastisitas yaitu: (1) Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heterokedastisitas. (2) Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y secara acak maka tidak terjadi heterokedastisitas. Dari hasil output SPSS, pada grafik *scatterplot* diperoleh kesimpulan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas dalam data penelitian, hal ini ditunjukkan dengan penyebaran titik-titik yang tidak membentuk pola tertentu dan menyebar dibawah angka 0 pada sumbu Y secara acak.

Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk menganalisis seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Analisis regresi linear berganda dalam penelitian ini menggunakan model sebagai berikut:

$$Q = -2,990 + 0,066 \text{ TAG} + 2,086 \text{ DER} + 1,005 \text{ DPR} + 1,115 \text{ VAIC} + \varepsilon$$

Uji Kelayakan Model (*Goodness of Fit*)

Uji F dilakukan dengan menggunakan uji ANOVA (*F Test*). Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen yang digunakan dalam model regresi, yaitu Keputusan Investasi (TAG), Keputusan Pendanaan (DER), Kebijakan Dividen (DPR), dan Modal Intelektual (VAIC) layak untuk diuji. Adapun kriteria pengujian dengan menggunakan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ (0,05) yaitu sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi $F > 0,05$ berarti model yang digunakan tidak memenuhi kriteria *fit*. (2) Jika nilai signifikansi $F \leq 0,05$ berarti model yang digunakan memenuhi kriteria *fit*, sehingga data layak diuji.

Tabel 1
Hasil Uji Goodness of Fit

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	779.249	4	194.812	39.341	.000 ^a
	Residual	361.489	73	4.952		
	Total	1140.738	77			

Sumber: Output SPSS

Uji ANOVA menghasilkan nilai F hitung sebesar 39.341 dengan signifikansi sesuai dengan yang tertera pada tabel 8 yaitu 0,000 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05, yang berarti model regresi yang terdiri dari Keputusan Investasi (TAG), Keputusan Pendanaan (DER), Kebijakan Dividen (DPR), Modal Intelektual (VAIC) layak untuk diuji atau memenuhi kriteria *fit*.

Pengujian Hipotesis Uji Statistik t

Uji t digunakan untuk mengetahui signifikansi hubungan dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen (Ghozali, 2013). Uji t dilakukan untuk mengetahui lebih lanjut manakah diantara keempat variabel independen yang diteliti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengujian dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi 0,05 ($\alpha = 5\%$). Karena uji t menggunakan tingkat signifikansi 0,05 maka apabila nilai signifikansi $t \leq$ maka H1 diterima dan H0 ditolak sedangkan jika nilai signifikansi $t > 0,05$ maka H0 diterima dan H1 ditolak. Berdasarkan hasil pengolahan data dengan menggunakan SPSS diperoleh hasil uji t yang terlihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 2
Hasil Uji Statistik t

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-2.990	.644		-4.644	.000
Keputusan Investasi	.066	.811	.005	.081	.936
Keputusan Pendanaan	2.086	.516	.300	4.045	.000
Kebijakan Dividen	1.005	.939	.077	1.070	.288
Modal Intelektual	1.115	.142	.626	7.824	.000

Sumber: Output SPSS

Berdasarkan hasil uji t diatas, dapat dilihat bahwa Keputusan Pendanaan (DER) dan Modal Intelektual(VAIC) masing-masing sebesar 0,000, berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan karena mempunyai nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05. Sedangkan Keputusan Investasi (TAG) dan Kebijakan Dividen (DPR) masing-masing

dengan tingkat signifikansi sebesar 0,936 dan 0,288 tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan karena mempunyai nilai signifikansi lebih besar dari 0,05.

Pembahasan

Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Hasil uji hipotesis (uji t) menunjukkan bahwa keputusan investasi (TAG) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel nilai perusahaan (Tobin's Q). Variabel keputusan investasi mempunyai koefisien positif menunjukkan variabel keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Namun demikian, meskipun variabel keputusan investasi memiliki koefisien positif yang menunjukkan adanya pengaruh positif dari keputusan investasi terhadap nilai perusahaan, Raintani *et al.* (2011) menerangkan bahwa kecenderungan investor lebih memperhatikan total pengembalian yang diharapkan (*return*) daripada memperhatikan apa saja keputusan investasi yang diambil oleh manajer perusahaan. Selain total pengembalian, investor juga lebih fokus pada kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan aset yang dimilikinya. Artinya keputusan investasi apapun yang dibuat oleh manajer perusahaan, belum mampu untuk meningkatkan harga saham perusahaan.

Dalam penelitian ini keputusan investasi diproksikan dengan *Total Assets Growth* (TAG) yang merupakan rasio yang mengukur pertumbuhan aset yang dialami perusahaan pada saat ini dengan membandingkan periode sebelumnya. Rasio pertumbuhan total aset yang merupakan hasil dari keputusan investasi hanya membandingkan antara total aset periode saat ini dengan total aset tahun sebelumnya. Walaupun aset perusahaan saat ini mengalami penurunan, hal ini tidak menjamin aset perusahaan di masa mendatang juga akan mengalami penurunan. Penurunan aset yang sering dialami perusahaan adalah aset lancar yang bisa disebabkan oleh adanya pembayaran utang atau pembelian aset-aset lain, yang tidak selamanya merugikan perusahaan. Sehingga hal ini tidak terlalu menjadi perhatian bagi investor jika melakukan investasi. Jika investor menganggap perusahaan mempunyai prospek yang baik investor tetap akan berinvestasi walaupun aset perusahaan mengalami penurunan atau peningkatan.

Hasil penelitian ini tidak mendukung teori sinyal (*signaling theory*) yang menyatakan bahwa keputusan investasi yang diambil perusahaan akan dipandang positif oleh pemegang saham, yang akan mendorong naiknya harga saham. Hasil penelitian konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa keputusan investasi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa variabel keputusan pendanaan (DER) berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (Tobin's Q). Variabel keputusan pendanaan mempunyai koefisien positif menunjukkan variabel keputusan pendanaan dan nilai perusahaan memiliki arah yang sama, dimana variabel keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung teori Modigliani-Miller bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan apabila terdapat unsur pajak penghasilan, menurut Kesuma (2009), hal ini terjadi karena sifat *tax deductibility of interest payment*, yang artinya pembayaran bunga atas utang merupakan pengurang pajak penghasilan.

Hal itu disebabkan oleh pengaruh tinggi rendahnya utang dijadikan sebagai sumber pendanaan akan menyebabkan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Utang merupakan salah satu sumber pembiayaan yang sangat berisiko, besarnya utang akan mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Perusahaan yang dapat memanfaatkan dan menggunakan utangnya dengan baik maka perusahaan tersebut akan lebih maju

dibandingkan dengan yang tidak memiliki utang. Kenaikan performa perusahaan akan memberikan pandangan positif dari investor dan meningkatkan harga saham perusahaan. Banyak perusahaan yang mendapatkan keuntungan akibat penggunaan utang atau pendanaan eksternal yang salah satunya berasal dari penerbitan saham baru.

Sesuai dengan *teori trade off* dalam Brealey *et al.* (2007) yang menyatakan bahwa manajer akan berusaha meningkatkan tingkat utang sampai pada suatu titik dimana nilai perlindungan pajak bunga tambahan benar-benar terimbangi oleh tambahan biaya masalah keuangan. Artinya disini penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan hanya pada sampai pada suatu titik optimal. Setelah titik tersebut penggunaan utang justru dapat menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan utang tidak sebanding dengan biaya finansial atau kewajiban biaya bunga dari utang. Utang dapat mengendalikan manajer untuk mengurangi tindakan *perquisites* dan kinerja perusahaan menjadi lebih efisien sehingga penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Hasnawati (2005), Wijaya dan Wibawa (2010) dan Naiborhu (2014) bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan simpulan bahwa adanya pengurangan pembayaran pajak dimana *Earning After Tax* (EAT) akan semakin meningkat dan dapat meningkatkan nilai perusahaan karena laba akan meningkat.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen (DPR) berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (Tobin's Q). Variabel kebijakan dividen mempunyai koefisien positif yang menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen dan nilai perusahaan memiliki arah yang sama, dimana kebijakan dividen yang diterapkan oleh perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Walaupun hasil penelitian menunjukkan adanya koefisien positif antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan, pengaruh kebijakan dividen tidak signifikan terhadap nilai perusahaan atau dapat dikatakan bahwa pengaruh yang dimiliki oleh variabel bebas kebijakan dividen, belum mempunyai pengaruh yang cukup berarti bagi nilai perusahaan.

Dengan ditolaknya hipotesis 3, maka hasil penelitian ini mendukung teori dividen tidak relevan atau *Dividend Irrelevance Theory*. Adanya asumsi bahwa kebijakan dividen apapun yang diterapkan oleh perusahaan, tidak akan membuat harga saham atau nilai perusahaan mengalami kenaikan atau penurunan. Teori dividen tidak relevan menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Nilai perusahaan pada dasarnya ditentukan oleh kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset-aset yang dimilikinya dan memperkecil risiko bisnis. Nilai dividen yang bertambah dari tahun ke tahun tidak selalu diikuti dengan kenaikan nilai perusahaan. Teori yang diungkapkan oleh Modigliani dan Miller, menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan bergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aset, dan bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi di antara dividen dan laba yang ditahan. Secara agregat investor hanya melihat total pengembalian (*return*) dari investasi. Mereka tidak melihat apakah itu berasal dari *capital gain* atau pendapatan dividen. Jadi apakah laba yang dihasilkan akan dibagikan sebagai dividen atau ditahan sebagai laba ditahan maka tidak akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006) dan Naiborhu (2014) yang mengungkapkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa variabel independen modal intelektual (VAIC) berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (Tobin's

Q). Variabel modal intelektual mempunyai koefisien positif menunjukkan bahwa variabel bebas modal intelektual dan variabel terikat nilai perusahaan memiliki arah yang sama, dimana pengelolaan modal intelektual perusahaan akan memberikan dampak positif terhadap nilai perusahaan. Teori *stakeholder* menyatakan bahwa perusahaan bukanlah entitas yang beroperasi untuk kepentingannya sendiri, namun juga harus memberikan manfaat pada *stakeholdernya* (Ulum, 2009). Dalam pandangan teori pemangku kepentingan, karyawan telah berhasil ditempatkan dan menempatkan diri dalam posisi sebagai pemangku kepentingan perusahaan, sehingga mereka memaksimalkan modal kemampuannya untuk menciptakan nilai bagi perusahaan.

Pada dasarnya modal intelektual berkaitan erat dengan prinsip *value creation* atau penciptaan nilai. Semakin efektifnya pemanfaatan modal intelektual yang dimiliki perusahaan, maka akan semakin besar nilai tambah yang akan diperoleh. Oleh karena itu pengelolaan maksimum atas sumber daya yang dimiliki perusahaan, dapat menaikkan nilai perusahaan, sehingga akan berdampak pada kenaikan laba yang menguntungkan bagi pemegang saham. Sebagai salah satu *stakeholder* perusahaan, para investor di pasar modal akan menunjukkan apresiasi atas keefektifan pengelolaan modal intelektual perusahaan dengan cara berinvestasi pada perusahaan tersebut. Pertambahan investasi tersebut akan menimbulkan kenaikan nilai perusahaan. Nilai tambah dalam pengelolaan *intellectual capital*, dapat diperoleh dengan cara memaksimalkan pemanfaatan sumber unsur-unsur modal *intellectual*, seperti *human capital* (HC), *structural capital* (SC) dan *customer capital* (CC). Jadi, semakin besar rasio VAIC suatu perusahaan, maka semakin efisien pula penggunaan modal perusahaan yang akhirnya akan menjadikan nilai tambah bagi perusahaan. Jika suatu perusahaan mampu dan terus meningkatkan ketiga komponen modal intelektual yang dimiliki dengan baik, maka kinerja atau performa perusahaan akan meningkat, sehingga menarik perhatian investor untuk berinvestasi, karena investor cenderung memberi nilai tinggi pada perusahaan yang dapat mengelola sumber daya yang dimiliki dengan baik.

Hasil dari penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Belkaoui (2003) yang membuktikan bahwa modal intelektual berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun demikian, hasil penelitian ini bertolak belakang dengan hasil penelitian Yuniasih *et al.* (2010), Sunarsih dan Mendra (2012), dan Naiborhu (2014) yang menyatakan bahwa modal intelektual tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini mencoba untuk menguji pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, dan modal intelektual terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2012 hingga 2014. Hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan uji t untuk mengetahui pengaruh variabel independen yang masing-masing diproksikan dengan *Total Assets Growth* (TAG), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan *Value Added Intellectual Coefficient* (VAIC), dengan simpulan sebagai berikut: (1) Keputusan Investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan hal ini disebabkan oleh kecenderungan investor untuk lebih memperhatikan total pengembalian yang diharapkan (*return*) daripada memperhatikan apa saja keputusan investasi yang diambil oleh manajer perusahaan. Selain total pengembalian, investor juga lebih fokus pada kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan aset yang dimilikinya. (2) Keputusan Pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan hal ini disebabkan oleh penggunaan utang yang akan meningkatkan nilai perusahaan karena pendanaan dengan utang mempunyai sifat *tax deductibility of interest payment*, yang artinya pembayaran bunga atas utang merupakan pengurang pajak penghasilan yang akan menjadi sumber penghematan atas pajak penghasilan bagi perusahaan, yang dianggap

menguntungkan bagi investor. Selain itu, dengan meningkatkan konsumsi utang, investor menganggap kreditur mempercayai perusahaan dalam memenuhi kewajibannya.(3) Kebijakan Dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena investor lebih mementingkan *capital gain* yang akan didapatkan di masa depan, daripada dividen yang dibagikan di masa sekarang sehingga berapa pun dividen yang dibagikan tidak akan mempengaruhi harga saham. (4) Modal Intelektual berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan pengelolaan maksimum atas sumber daya manusia yang dimiliki perusahaan dalam menciptakan nilai tambah, dapat menaikkan nilai perusahaan, sehingga akan berdampak pada kenaikan laba yang menguntungkan bagi pemegang saham. Sebagai salah satu *stakeholder* perusahaan, para investor di pasar modal akan menunjukkan apresiasi atas keefektifan pengelolaan modal intelektual perusahaan dengan cara berinvestasi pada perusahaan tersebut.

Saran

Dengan mempertimbangkan keterbatasan penelitian maka terdapat beberapa saran yang diharapkan dapat digunakan pada penelitian selanjutnya, diantaranya:(1) Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang menjadi 5 tahun atau lebih, untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat serta jumlah sampel yang lebih banyak. (2) Penelitian selanjutnya disarankan untuk menambahkan variabel lain seperti tingkat suku bunga, tingkat inflasi, kurs mata uang, dan situasi sosial politik sebagai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga ruang lingkup penelitian menjadi lebih luas. (3) Penelitian selanjutnya disarankan menggunakan proksi-proksi atau pengukuran lain yang lebih akurat dalam mengukur keputusan investasi, seperti *Market to Book Ratio*, *Current Assets to Total Assets*, *Capital Expenditure to Book Value Ratio*.

DAFTAR PUSTAKA

- Asni, N. 2007. Pengaruh Kinerja *Intellectual Capital* Terhadap Nilai Pasar Pada Perusahaan Jasa Keuangan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 3(2): 441-456.
- Appuhami, R. 2007. The Impact of Intellectual Capital on Investor's Capital Gain on Shares: an Empirical Investigation In Thai Banking, Finance and Insurance Sector. *Journal of Internet Banking and Commerce* 3(2): 14-25.
- Asyik, N. F. 2011. Dampak Tingkat Pertumbuhan Pada Pengaruh *Intellectual Capital* Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi* 15(3): 309-326.
- Bakar, S. dan Isnurhadi. 2013. Kajian Empiris Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dengan Risiko Bisnis Sebagai Variabel Mediasi di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 17(3): 362-375.
- Belkaoui, A. R. 2003. Intellectual Capital and Firm Performance of US Multinational Firms: a Study of The Resource Based and Stakeholder Views. *Journal of Intellectual Capital* 4(2): 215-226.
- Brealey, A. R., S. C. Myers, dan A. J. Marcus. 2007. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Erlangga. Jakarta.
- Brigham, E. dan J. F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan II*. Salemba Empat. Jakarta.
- Daud, R. M. dan A. Amri. 2008. Pengaruh *Intellectual Capital* dan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Telaah dan Riset Akuntansi* 1(2): 213-231.
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.

- _____. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariante dengan Program IBM 21 Update PLS Regresi*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hanafi, M. M. 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Penerbit Balai Pustaka. Jakarta.
- Hasnawati, S. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan* 9(39) : 33-41.
- Husnan. S. dan E. Pujiastuti. 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keenam. UPP-AMP YKPN. Yogyakarta.
- Kesuma, A. 2009. Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan *Real Estate* yang *Go-Public* Di BEI. *Jurnal Manajemen & Kewirausahaan* 2(1):38-45.
- Martono. dan A. Harjito. 2011. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedua. Cetakan Pertama. Penerbit EKONISIA. Yogyakarta.
- Modigliani, F. dan M. H. Miller. 1958. Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares. *Journal of Business* 34(4): 411-413.
- Mulyadi. 2001. *Balanced Scorecard Alat Manajemen Kontemporer untuk Pelipatganda Kinerja Keuangan Perusahaan*. Salemba Empat. Jakarta.
- Naiborhu F. P. J. 2014. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Modal Intelektual Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Universitas Pembangunan Nasional Veteran. Yogyakarta.
- Nurlela, R. dan Islahuddin. 2008. Pengaruh *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan dengan Prosentase Kepemilikan Manajemen Sebagai Variabel *Moderating*. *Simposium Nasional Akuntansi XI*. 23-24 Juli: 1-25.
- Raintani S., R. H. Suryawardhana, dan G. Sodik. 2011. *Dividend Payout Ratio, Total Asset Growth dan Return on Investment* serta Pengaruhnya Terhadap *Closing Price*. *Jurnal Ilmiah Xpress!* 10(4): 129-150.
- Riyanto, B. 2010. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. BPFE. Yogyakarta.
- Santoso, S. 2012. Pengaruh Modal Intelektual dan Pengungkapannya Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*14(1): 16-31.
- Sari, O. T. 2013. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal* 2(2): 1-7.
- Sawarjuwono, T. dan A. Prihatin. 2003. *Intellectual Capital: Perlakuan, Pengukuran dan Pelaporan*. *Jurnal Akuntansi & Keuangan* 5(1): 35-57.
- Sekaran, U. 2006. *Metodologi Penelitian untuk Bisnis*. Edisi Keempat. Salemba Empat. Jakarta.
- Sembiring, E. dan R. Pakpahan. 2010. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Ekonomi Keuangan Perbankan Dan Akuntansi*2(1): 47-56.
- Sunariyah. 2006. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Kelima. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Sunarsih, N. M. dan N. P. Y. Mendra. 2012. Pengaruh Modal Intelektual Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi XV*. 20-23 September: 1-27.
- Suwardjono. 2014. *Teori Akuntansi: Perekayasa Pelaporan Keuangan*. Edisi Ketiga. Cetakan Kedelapan. BPFE. Yogyakarta.
- Ulum, I. 2009. *Intellectual Capital: Konsep dan Kajian Empiris*. Penerbit Graha Ilmu. Yogyakarta.
- Wahyudi, U. dan H. P. Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi IX*. 23-26 Agustus: 1-25.
- Widarjo, W. 2010. Pengaruh *Ownership Retention*, Investasi dari *Proceeds* dan Reputasi Auditor Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial Dan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi. *Simposium Nasional Akuntansi XIII*. 13-14 Oktober: 1-23.

- Wijaya, L. R. P. dan Wibawa A. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi XIII*. 13-14 Oktober: 1-21.
- Yudhayanti, C. B. H. Y. dan J. C. Shanti. 2011. *Intellectual Capital* dan Ukuran Fundamental Kinerja Keuangan Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 13(2): 57-66.
- Yuniasih, N. W., D. G. Wirama, dan I. D. N. Badera. 2010. Eksplorasi Kinerja Pasar Perusahaan: Kajian Berdasarkan Modal Intelektual (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Simposium Nasional Akuntansi XIII*. 13-14 Oktober: 1-29.