

PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PASAR PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEI

Mirdha Fahlevi SI

Dosen Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Teuku Umar

mirdha.fahlevi@utu.ac.id

Abstract

This research analyzes the effect of dividend policy on market value of companies listed in Indonesia Stock Exchange. Multiple linear regression analysis is used to analyze the hypotheses. The hypothesis of this research is based on three Ohlson equity valuation Models. The first model of hypothesis is based on permanent earning, the second model is based on expected future earnings and the third model is based on current earning. In the first group of hypothesis, the impact of investment on company's market value is 43,9%. In the second group of hypotheses the impact of investment on company's market value is 38,9%. In the third group of hypotheses, the impact of investment on company's market value is 43,1%. Based on these data, the dividend policy is irrelevant in increasing the company's market value. But, the investment is relevant in increasing the company's market value. This research confirms Mondigliani and Miller dividend irrelevance theory in 1961

Keywords : Dividen Policy, Company's market value, equity valuation models Ohlson

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda pada masing-masing kelompok hipotesis. Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada tiga model penilaian ekuitas Ohlson. Model penilaian ekuitas pertama didasarkan pada laba permanen, model kedua didasarkan pada laba saat ini untuk memproyeksikan laba di masa mendatang sedangkan model ketiga adalah didasarkan pada penghasilan saat ini. Pada kelompok hipotesis pertama, variabel investasi mempunyai pengaruh sebesar 43,9% terhadap nilai pasar perusahaan, pada kelompok hipotesis kedua variabel investasi mempunyai pengaruh sebesar 38,9% terhadap nilai pasar perusahaan, sedangkan pada kelompok hipotesis ketiga variabel investasi mempunyai pengaruh sebesar 43,1% terhadap nilai pasar perusahaan. Berdasarkan data tersebut, menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak relevan dalam meningkatkan nilai pasar perusahaan. Akan tetapi, investasi sangat berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan. Penelitian ini membuktikan teori ketidakrelevanan dividen yang dikemukakan oleh Mondigliani dan Miller pada tahun 1961

Kata Kunci: Kebijakan dividen, nilai pasar perusahaan, model penelitian ekuitas Ohlson.

I. PENDAHULUAN

Pasar modal sebagai salah satu lembaga intermediasi keuangan mempunyai peran penting dalam rangka memobilisasi dana untuk mendukung kelancaran investasi di sebuah negara. Kehadiran pasar modal dapat menyediakan wahana investasi baru bagi para investor dan memudahkan perusahaan dalam memperoleh akses dana segar. Lembaga ini berperan sangat efektif dalam rangka mengarahkan penggalangan dana jangka panjang dari masyarakat dan menyalurkannya dalam berbagai wahana investasi produktif.

Anoraga (2001) mengemukakan bahwa bagi pihak perusahaan, kehadiran pasar modal dapat menjadi alternatif dalam sumber pendanaan selain perbankan. Perusahaan dapat memperoleh akses dana dengan mudah di pasar modal dengan cara melakukan emisi saham. Dana yang diperoleh melalui emisi saham dapat digunakan untuk berinvestasi dan mendukung kelancaran operasional perusahaan.

Beberapa penelitian sebelumnya mengemukakan bahwa pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan emiten merupakan kebijakan perusahaan yang dapat mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Para investor akan merespon kebijakan dividen perusahaan, sehingga menyebabkan harga saham perusahaan tersebut naik di bursa saham (Tharshiga, 2017). Nilai pasar perusahaan merupakan nilai yang dihitung berdasarkan harga saham perusahaan yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia

Hingga saat ini, Di kalangan para ahli masih terdapat perbedaan pendapat tentang kebijakan dividen. Ada yang berpendapat bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan ada juga yang berpendapat tidak berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan. Menurut Keown (2008) argumen yang mengemukakan kebijakan dividen tidak relevan dalam memprediksi

nilai pasar perusahaan berakar pada dua asumsi. Asumsi pertama adalah keputusan pinjaman dan investasi telah ditetapkan dan keputusan tersebut tidak akan diubah dengan kebijakan dividen perusahaan. Asumsi kedua adalah pasar modal dianggap sempurna di mana para investor dapat melakukan transaksi menjual serta membeli saham tanpa ada biaya administrasi tanpa adanya biaya emisi, tidak adanya pajak perusahaan, ketersediaan informasi yang relevan tentang perusahaan, tidak terjadi konflik antara manajemen dan *stockholder* serta biaya kesulitan keuangan dan kebangkrutan tidak ada. Dengan asumsi tersebut, maka dapat dikatakan kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan.

Honarbaksh (2013) mengemukakan bahwa pembagian dividen yang dilakukan oleh perusahaan akan berdampak terhadap respon yang dilakukan oleh para investor. Biasanya, ketika perusahaan membagikan dividen akan diikuti dengan kenaikan harga saham. Hal ini disebabkan karena para investor cenderung menyukai adanya dividen. Berdasarkan pendapat yang dikemukakan di atas, menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan ditentukan oleh harga saham perusahaan tersebut. Harga saham yang tinggi merupakan cerminan bahwa nilai perusahaan tersebut juga tinggi. Semakin tinggi nilai perusahaan, maka semakin tinggi juga tingkat kemakmuran para pemegang saham tersebut selaku pemilik perusahaan. Berdasarkan fenomena tersebut, penulis bermaksud membuat penelitian tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji relevansi kebijakan dividen terhadap nilai pasar perusahaan. Pengaruh kebijakan dividen

terhadap nilai pasar perusahaan didasarkan pada model penilaian sekutitas oleh Ohlson yang berasumsikan bahwa dividen merupakan bagian dari komponen permanen dari laba. Kelompok kedua mengacu pada mengacu pada model penilaian sekuritas oleh Ohlson yang berasumsikan bahwa dividen merupakan bagian dari laba sekarang untuk memprediksikan laba perusahaan di masa mendatang. Sedangkan kelompok terakhir mengacu pada model penilaian sekutitas oleh Ohlson yang berasumsikan bahwa dividen merupakan proporsi dari laba perusahaan saat ini. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari asset keuangan, nilai pasar perusahaan, laba permanen, nilai buku ekuitas, investasi, kewajiban dan *operating net cash flow*.

II. KAJIAN TEORI

1. Nilai Pasar Perusahaan

Setiap manajer perusahaan bertujuan meningkatkan nilai perusahaan. Menurut Rimza (2014) mengemukakan bahwa meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran para pemegang saham perusahaan. Nilai pasar perusahaan merupakan cerminan dari penilaian pasar terhadap perusahaan secara keseluruhan. Semakin tinggi nilai saham, semakin tinggi nilai perusahaan, maka akan semakin besar kemakmuran para pemegang saham.

Nilai perusahaan juga merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang sering dilihat berdasarkan harga saham perusahaan. Kenaikan harga saham tentu akan berdampak terhadap kenaikan nilai perusahaan. Menurut Suryaningsih (2011) mengemukakan bahwa upaya yang dilakukan oleh perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan merupakan kebijakan dalam rangka peningkatan kemakmuran para pemegang saham selaku pemilik perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli jika perusahaan tersebut dijual. Sedangkan Keown (2008) berpendapat nilai perusahaan merupakan nilai surat berharga perusahaan yang berderar. Nilai perusahaan juga sering diartikan dalam persepsi investor sebagai tingkat kesuksesan perusahaan yang sering dilihat berdasarkan harga saham sebagai indikator.

Kepercayaan pasar kepada perusahaan juga berdasarkan pada nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat investor percaya pada kinerja perusahaan dan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Menurut Kanwal (2017) berpendapat bahwa untuk meningkatkan nilai pasar perusahaan, para pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para pekerja profesional yang biasanya diposisikan sebagai manajer maupun komisaris.

Nilai perusahaan berkaitan erat dengan harga saham perusahaan. Keown (2008) mengemukakan ada beberapa nilai yang berhubungan dengan nilai saham yaitu, nilai buku, nilai pasar dan nilai instrinsik. Nilai buku merupakan nilai berdasarkan pembukuan emiten, nilai saham merupakan nilai saham di pasar modal. Sedangkan nilai instrinsik merupakan nilai real dari sebuah saham.

Keown (2008) mengemukakan bahwa nilai perusahaan dapat dilihat dari indikator nilai buku dan nilai pasar. Dalam beberapa literatur, nilai perusahaan sering dibedakan menjadi dua hal yaitu, *price to book value* yang menggambarkan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku saham. Sedangkan *market book ratio* merupakan rasio saat ini harga saham dengan nilai buku per saham. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Ketersediaan peluang investasi dapat

memberi sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Budagaga (2013) mengemukakan bahwa pembagian dividen yang dilakukan oleh perusahaan akan berdampak terhadap respon yang dilakukan oleh para investor. Biasanya, ketika terjadi kenaikan dividen atau perusahaan membagikan dividen akan diikuti dengan kenaikan harga saham. Hal ini disebabkan karena para investor cenderung menyukai adanya dividen. Berdasarkan pendapat yang dikemukakan di atas, menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan ditentukan oleh harga saham perusahaan tersebut. Harga saham yang tinggi merupakan cerminan bahwa nilai perusahaan tersebut juga tinggi. Semakin tinggi nilai perusahaan, maka semakin tinggi juga tingkat kemakmuran para pemegang saham tersebut selaku pemilik perusahaan.

Widyastuti (2012) mengemukakan bahwa dalam penelitian yang dilakukan oleh Ohlson pada tahun 1995 berhasil menjelaskan tiga model penilaian nilai pasar perusahaan yang didasarkan pada laba masa sekarang, laba di masa mendatang, nilai buku ekuitas dan kebijakan dividen perusahaan. Penelitian ini mencoba untuk menguji ketiga model penilaian ekuitas yang dikemukakan oleh Ohlson terhadap nilai pasar perusahaan yang melakukan pembayaran dividen di Bursa Efek Indonesia.

2. Kebijakan Dividen

Pemerintah melalui regulasi yang tertuang dalam Undang Undang No 1 tahun 1995 pasal 62 ayat 1 dan 2 mengatur tentang kebijakan dividen perusahaan. Keputusan perusahaan untuk membayarkan dividen berdasarkan pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Rapat umum pemegang saham ini dihadiri oleh para pemegang saham perusahaan yang bersangkutan yang bertujuan

menentukan arah perusahaan di masa mendatang.

Kebijakan dividen merupakan komponen yang sangat penting dalam proses pendanaan sebuah perusahaan. Dalam hal ini, pihak manajemen perusahaan dihadapkan pada dua pilihan yaitu membagikan laba kepada para pemegang saham atau menggunakan kembali dana tersebut sebagai laba ditahan untuk keperluan investasi perusahaan di masa mendatang.

Chelimo (2017) berpendapat bahwa semakin besar jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka akan semakin kecil jumlah laba ditahan yang dapat digunakan untuk investasi. Begitu juga dengan sebaliknya, jumlah laba ditahan pada perusahaan dapat digunakan untuk pembiayaan investasi yang berdampak terhadap pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Jumlah dana yang dibiayai dari laba ditahan menunjukkan kuat atau tidaknya posisi keuangan perusahaan. Semakin tinggi pembiayaan dari laba ditahan menunjukkan semakin tinggi posisi keuangan perusahaan. Arifin (2005) berpendapat bahwa ada dua teori utama yang dapat digunakan dalam masalah kebijakan dividen adalah teori agensi dan *dividen signaling model*. Pada teori agensi menjelaskan bahwasanya pembayaran dividen yang ditempuh oleh perusahaan merupakan salah satu cara yang ditempuh oleh perusahaan dalam rangka dalam mengurangi masalah agensi yang muncul antara pihak manajemen selaku pengelola dan pemegang saham selaku pemilik perusahaan.

Sedangkan berdasarkan teori *dividen signaling model*, mengasumsikan pembayaran dividen diperlukan dalam rangka memberikan informasi yang positif dari manajer kepada para pemegang saham. Pihak manajer merupakan pihak yang banyak memperoleh akses informasi, sedangkan pihak pemegang saham merupakan pihak

yang tidak mempunyai informasi yang valid tentang kondisi perusahaan (Arifin, 2005)

Kemunculan manajer yang *well-informed* dan pemegang saham yang *poorly informed* merupakan sebuah fenomena yang muncul di pasar modal. Penyebab hal ini adalah asimetris informasi yang terjadi di pasar modal. Ketika perusahaan melakukan pembayaran dividen, maka perusahaan akan terbebani dan mengurangi jumlah dana yang tersedia untuk melakukan investasi. Selain itu, para pemegang saham yang memperoleh dividen dikenakan beban pajak atas pendapatan dividennya. Kebijakan pembayaran dividen dapat mengurangi jumlah kas laba ditahan yang dimiliki oleh perusahaan. Kanwal (2017) mengemukakan bahwa pembayaran dividen merupakan keputusan penting perusahaan yang harus dipertimbangkan dengan matang. Pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan sangat bervariasi sesuai keputusan pihak manajemen. Sebelum membuat keputusan pembayaran dividen, pihak manajemen perusahaan perlu melakukan berbagai analisis terhadap kebijakan tersebut yang meliputi kebutuhan dana, likuiditas, daya pinjam perusahaan.

Pertimbangan pihak manajemen perusahaan terhadap kebijakan dividen harus dikaitkan dengan teori penilaian deviden dan penilaian perusahaan. kebijakan dividen perusahaan merupakan keputusan penting yang berkaitan dengan pembagian laba sesudah pajak (Honarbaksh, 2013). Ada dua alternatif yang dapat ditempuh oleh perusahaan terkait dengan kebijakan penggunaan laba setelah pajak. Alternatif pertama adalah dengan melakukan investasi untuk pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Sedangkan Alternatif kedua adalah membagikan laba kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Kedua kebijakan ini sangat bertolak belakang

dan tidak bisa dilakukan secara simultan. Di satu sisi, para investor menginginkan adanya pembagian dividen. Sedangkan bagi pihak manajemen perusahaan berusaha untuk meningkatkan nilai pasar perusahaan dengan berbagai ekspansi usaha.

Kebijakan dividen yang dilakukan oleh pihak perusahaan akan berdampak terhadap nilai pasar perusahaan. Hal ini disebabkan karena kebanyakan investor lebih menyukai dividen daripada *capital gain*. Beberapa faktor yang menyebabkan para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gain* adalah untuk mengurangi ketidakpastian, mencerminkan reputasi kekuatan keuangan perusahaan dan investor membutuhkan penghasilan saat ini (Arifin, 2008)

Keown (2008) mengatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan meliputi dua komponen dasar yaitu rasio pembayaran dividen dan stabilitas dividen sepanjang waktu. Rasio pembayaran dividen menunjukkan jumlah dividen yang dibayar dilihat dari pendapatan perusahaan. Sedangkan stabilitas dividen menunjukkan jumlah dividen yang dibayar tetap stabil dari waktu ke waktu. Rasio pembayaran dividen dan stabilitas pembayaran merupakan hal yang sangat penting bagi para investor.

Kibet (2016) mengemukakan bahwa kebijakan dividen menuai berbagai kontroversi di kalangan para ahli. Ada yang berpendapat bahwa kebijakan dividen akan menaikkan nilai perusahaan sedangkan di sisi lain kebijakan dividen akan mengurangi laba ditahan yang dapat digunakan untuk kebutuhan investasi. Para ahli juga berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak relevan dalam meningkatkan harga saham perusahaan.

Hipotesis Penelitian

Hipotesis merupakan dugaan sementara terhadap variabel yang akan diuji dalam

penelitian ini. Hipotesis dalam penelitian ini dikelompokkan menjadi tiga kelompok hipotesis. Ketiga kelompok hipotesis dibangun berdasarkan tiga model penilaian ekuitas ohslon. Secara lebih rinci, hipotesis untuk setiap masing-masing kelompok adalah sebagai berikut:

1. Kelompok Hipotesis Pertama

Variabel yang digunakan pada kelompok hipotesis pertama sebagai prediktor pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai pasar perusahaan adalah aset keuangan, laba permanen, nilai buku ekuitas, investasi dan kewajiban. Rumusan hipotesis kelompok hipotesis pertama adalah sebagai berikut:

H₀ : Aset keuangan, laba permanen, nilai buku ekuitas, investasi dan kewajiban tidak berpengaruh signifikan secara parsial maupun simultan terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012.

H_a : Aset keuangan, laba permanen, nilai buku ekuitas, investasi dan kewajiban berpengaruh signifikan secara parsial maupun simultan terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012.

2. Kelompok Hipotesis Kedua

Variabel yang digunakan pada kelompok hipotesis kedua sebagai prediktor pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai pasar perusahaan adalah *Operating net cash flow*, nilai buku ekuitas, investasi dan kewajiban. Rumusan hipotesis kelompok hipotesis kedua adalah sebagai berikut:

H₀ : *Operating net cash flow*, nilai buku ekuitas, investasi dan kewajiban tidak berpengaruh signifikan secara parsial maupun simultan terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012.

H_a : *Operating net cash flow*, nilai buku ekuitas, investasi dan kewajiban berpengaruh signifikan secara parsial maupun simultan terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012.

3. Kelompok Hipotesis Ketiga

Variabel yang digunakan pada kelompok hipotesis ketiga sebagai prediktor pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai pasar perusahaan adalah Aset keuangan, nilai buku ekuitas, investasi dan kewajiban. Rumusan hipotesis kelompok hipotesis ketiga adalah sebagai berikut:

H₀ : Aset keuangan, nilai buku ekuitas, investasi dan kewajiban tidak berpengaruh signifikan secara parsial maupun simultan terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012.

H_a : Aset keuangan, nilai buku ekuitas, investasi dan kewajiban berpengaruh signifikan secara parsial maupun simultan terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012.

III. METODOLOGI PENELITIAN

Subjek Penelitian

Subjek Penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan penelitian.

Objek Penelitian, Populasi dan Sampel

Objek penelitian ini adalah kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan emiten dan pengaruhnya terhadap nilai pasar perusahaan. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008 hingga 2012. Teknik pengambilan data populasi dilakukan dengan cara pendekatan *non probability sampling*. Metode ini merupakan metode pemilihan sampel dengan karak-

teristik tertentu yang dianggap memenuhi kriteria sampel yang telah ditentukan sebelumnya (Cooper and Schindler, 2006).

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008 sampai dengan 2012. Perusahaan juga aktif berturut turut selama periode tersebut dalam melakukan pembayaran dividen serta mempunyai laporan keuangan yang lengkap

Variabel Penelitian, Definisi Operasional dan Indikator Pengukurannya

Berikut ini penjabaran operasionalisasi variabel yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Variabel Dependen

Penelitian ini menggunakan satu variabel dependen yaitu nilai pasar perusahaan. Nilai Pasar Perusahaan merupakan cerminan dari nilai terakhir dari harga saham perdagangan pada sebuah periode fiskal yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitian ini, nilai pasar perusahaan dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Nilai Pasar Perusahaan} = \text{Harga Terakhir Saham Biasa Pada Penutupan Periode Perdagangan}$$

2. Variabel Independen

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

a. Aset keuangan: Aset keuangan perusahaan dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{Aset Keuangan} = \text{Net of Operating Asset} - \text{Nilai Buku Ekuitas}$$

b. Laba permanen: Laba permanen merupakan pendapatan sesudah dikurangi dengan berbagai biaya operasional dengan berbagai biaya tak terduga lainnya dalam menjalankan operasional perusahaan. Laba permanen dalam penelitian ini dihitung dengan rumus sebagai berikut

$$\text{Laba Permanen} = \text{Pendapatan} - \text{Biaya Operasional dan Pajak}$$

c. Nilai Buku Ekuitas: Merupakan jumlah saham yang beredar pada akhir periode fiskal perusahaan. Data yang digunakan dalam hal ini adalah berdasarkan data historis yang tersedia di Bursa Efek Indonesia. Dalam Penelitian ini, nilai buku ekuitas dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Nilai Buku Ekuitas} = \text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Harga Per Lembar Saham}$$

d. Investasi: Investasi yang dilakukan oleh perusahaan terdiri dari investasi jangka panjang dan investasi jangka pendek. Investasi merupakan kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi pada masa yang akan datang pada perusahaan. Adapun investasi dalam penelitian ini diproksikan sebagai berikut:

$$\text{PER} = \text{Harga Saham/EPS}$$

e. Kewajiban: Kewajiban merupakan hutang yang harus dilunasi oleh perusahaan kepada pihak lain. Kewajiban yang dihitung terdiri hutang hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek. Adapun perhitungannya secara matematis adalah sebagai berikut:

$$\text{Kewajiban} = \text{Hutang Jangka Panjang} + \text{Hutang Jangka Pendek}$$

f. *Operating Net Cash Flow*: *Operating net cash flow* merupakan total pendapatan dikurangi dengan jumlah pembayaran tunai yang bersumber dari kas. Secara lebih rinci adalah sebagai berikut:

$$\text{Operating Net Cash Flow} = \text{Total Received} - \text{Total Cash payments of cash}$$

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan analisis data dengan menggunakan analisis regresi linear berganda untuk menganalisis pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen (Trihendradi, 2009)

2. Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik bertujuan untuk mengetahui apakah model persamaan regresi yang digunakan memenuhi asumsi regresi linear klasik yang terdiri dari normalitas, multikolinieritas, autokolerasi dan heteroskedastisitas. Hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa semua telah memenuhi kriteria dan dapat dilanjutkan ke analisis selanjutnya.

3. Persamaan Regresi

Berdasarkan hasil penelitian terhadap variabel yang digunakan pada ketiga kelompok hipotesis menghasilkan persamaan regresi adalah sebagai berikut :

a. Persamaan Regresi Kelompok Hipotesis Pertama

$$Y = 3,451 - 0,158 X_1 + 0,034 X_2 + 0,214 X_3 + 0,023 X_4 + 0,439 X_5 + e$$

Ket : X_1 : Aset Keuangan

X_2 : Laba Permanen

X_3 : Nilai Buku Ekuitas

X_4 : Kewajiban

X_5 : Investasi

b. Persamaan Regresi kelompok Hipotesis Kedua

$$Y = 4,738 - 0,180 X_1 + 0,23 X_2 + 0,026 X_3 + 0,389 X_4 + e$$

Ket : X_1 : Operating Net Cash Flow

X_2 : Nilai Buku Ekuitas

X_3 : Kewajiban

X_4 : Investasi

c. Persamaan Regresi Kelompok Hipotesis Ketiga

$$Y = 3,634 - 0,147 X_1 + 0,224 X_2 + 0,031 X_3 + 0,431 X_4 + e$$

4. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan melalui Uji F (Uji simultan) dan Uji t (Uji parsial). Secara lebih lengkap dan rinci, uji F dan Uji t masing-masing kelompok hipotesis adalah sebagai berikut:

a. Uji F (Uji Simultan)

Pada uji F yang merupakan pengujian simultan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil pengujian pada ketiga kelompok hipotesis menunjukkan bahwa semua variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen secara simultan.

b. Uji-t (Uji Parsial)

Uji parsial (Uji-t) digunakan untuk melihat besaran pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Uji parsial masing-masing kelompok hipotesis adalah sebagai berikut:

1) Uji-t Kelompok Hipotesis Pertama

Tabel 1

Hasil Uji-t Kelompok Hipotesis Pertama

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	3.451	1.855		1.860	.065
Aset Keuangan	-.158	.055	-.218	-2.892	.004
Laba Permanen	.034	.077	.042	.466	.656
Nilai Buku Ekuitas	.214	.061	.278	3.528	.001
Kewajiban	.023	.073	.026	.314	.754
Investasi	.439	.048	.642	9.244	.000

Sumber : Hasil Pengolahan SPSS

Berdasarkan tabel 1 menunjukkan bahwa variabel aset keuangan, nilai buku ekuitas, dan investasi mempunyai pengaruh yang signifikan. Hal ini berdasarkan pada nilai signifikansi (sig) variabel ini yang berada di bawah 0,05. Sedangkan variabel lainnya tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga pasar saham karena nilai signifikansi berada di atas 0,05.

2) Uji-t Kelompok Hipotesis Kedua

Tabel 2

Hasil Uji-t Kelompok Hipotesis Kedua

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	4.738	1.915		2.474	.014
Operating Net Cash Flow	-.180	.055	-.224	3.294	.001
Nilai Buku Ekuitas	.230	.057	.299	4.058	.000
Kewajiban	.026	.069	.029	.374	.709
Investasi	.389	.044	.569	8.840	.000

Sumber : Hasil Pengolahan SPSS

Tabel 2 menunjukkan bahwa hanya ada satu variabel yang mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Variabel tersebut adalah kewajiban. Nilai signifikansi variabel ini adalah sebesar 0,709. Sedangkan variabel lainnya mempunyai nilai signifikansi di bawah 0,05.

3) Uji-t Kelompok Hipotesis Ketiga

Tabel 3

Hasil Uji-t Kelompok Hipotesis Ketiga

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Beta	Beta		
(Constant)	3.634	1.805		2.013	.046
Aset Keuangan	-.147	.048	-.203	-3.044	.003
Nilai Buku Ekuitas	.224	.057	.291	3.941	.000
Kewajiban	.031	.070	.035	.442	.659
Investasi	.431	.044	.631	9.778	.000

Sumber : Hasil Pengolahan SPSS

Berdasarkan tabel di atas, menunjukkan bahwa tiga variabel yang digunakan dalam penelitian ini mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai pasar perusahaan, variabel tersebut meliputi aset keuangan, nilai buku ekuitas dan investasi. Hal ini berdasarkan pada nilai signifikansi (sig) yang berada di bawah 0,05. Sedangkan variabel kewajiban tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai pasar perusahaan.

Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur tingkat kemampuan model regresi dalam dalam menerangkan variasi dependen. Nilai koefisien determinasi berkisar dari nol hingga satu. Jika nilai koefisien determinasi kecil, maka hal ini menunjukkan bahwa kemampuan variabel independen dalam menerangkan variabel dependen sangat lemah. Semakin besar nilai koefisien determinasi, maka semakin tepat nilai suatu regresi linear digunakan sebagai suatu pendekatan. Berikut ini adalah nilai koefisien masing masing kelompok hipotesis adalah sebagai berikut:

a. Koefisien Determinasi Kelompok Hipotesis Pertama

Tabel 4

Koefisien Determinasi Kelompok Hipotesis Pertama

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of The Estimate
.655a	.428	.410	1.47746

Sumber : Hasil Pengolahan SPSS

Nilai koefisien determinasi kelompok hipotesis pertama adalah sebesar 0,428

b. Koefisien Determinasi Kelompok Hipotesis Kedua

Tabel 5

Koefisien Determinasi Kelompok Hipotesis Kedua

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of The Estimate
.658 ^a	.433	.419	1.46655

Sumber : Hasil Pengolahan SPSS

Nilai koefisien determinasi kelompok hipotesis kedua adalah sebesar 0,433

c. Koefisien Determinasi Kelompok Hipotesis Ketiga

Tabel 6

Koefisien Determinasi Kelompok Hipotesis Ketiga

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of The Estimate
.654 ^a	.428	.413	1.47363

Sumber : Hasil Pengolahan SPSS

Nilai koefisien diterminasi kelompok hipotesis ketiga adalah sebesar 0,433

PEMBAHASAN

1. Pengaruh Laba Permanen Terhadap Nilai Pasar Perusahaan

Secara simultan, laba permanen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi pada masing masing kelompok hipotesis yang bernilai 0,00. Nilai ini lebih kecil dibandingkan dengan 0,05. Dengan demikian mengindikasikan bahwa semua variabel independen yang digunakan pada setiap kelompok hipotesis mempunyai pengaruh yang signifikan secara simultan terhadap variabel dependen.

Sedangkan secara parsial, laba permanen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pasar perusahaan yang melakukan pembayaran dividen di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012. Hal ini dapat dilihat pada tabel yang menunjukkan nilai signifikansi variabel laba permanen sebesar 0,656. nilai ini lebih besar daripada 0,05.

Penyebab laba permanen berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai pasar perusahaan diakibatkan karena ada indikasi laba yang dihasilkan oleh perusahaan masih rendah atau belum mendekati titik maksimum. Ball dan Borwn (1968) dalam Widiyastuti (2012) mengemukakan bahwa laba mempunyai relevansi terhadap nilai saham perusahaan. Semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan, maka akan semakin besar kenaikan harga saham perusahaan.

Nilai pasar merupakan harga saham yang terjadi di pasar bursa pada waktu tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar melalui penawaran dan permintaan saham. Harga saham perusahaan terbentuk dari transaksi antara penjual dan pembeli. Hal ini merupakan indikasi bahwa pelaku di pasar

modal Indonesia cenderung melakukan analisis kinerja saham dengan menggunakan analisis teknikal. Dengan menggunakan analisis ini para pelaku di pasar modal lebih banyak melakukan analisa terhadap tren pergerakan harga saham daripada mengamati laporan keuangan perusahaan. Hal ini juga menyebabkan informasi laba tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pasar perusahaan (Arifin, 2005)

2. Pengaruh Nilai Buku Ekuitas Terhadap Nilai Pasar Perusahaan

Secara simultan, nilai buku ekuitas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi pada masing masing kelompok hipotesis yang bernilai 0,00. Nilai ini lebih kecil dibandingkan dengan 0,05. Berdasarkan hal tersebut mengindikasikan bahwa semua variabel independen yang digunakan pada setiap kelompok hipotesis mempunyai pengaruh yang signifikan secara simultan terhadap variabel dependen.

Sedangkan secara parsial, variabel nilai buku ekuitas menunjukkan bahwa mempunyai pengaruh signifikan secara parsial terhadap nilai pasar perusahaan pada ketiga kelompok hipotesis yang diuji. Pada kelompok hipotesis pertama nilai signifikansi menunjukkan sebesar 0,001. Pada kelompok hipotesis kedua dan kelompok hipotesis III nilai signifikansi menunjukkan sebesar 0,000. Nilai ini lebih rendah dibandingkan dengan nilai 0,05.

Pendapat yang dikemukakan oleh Widiyastuti (2012) mengemukakan bahwa nilai buku ekuitas mempunyai relevansi yang tinggi terhadap nilai pasar perusahaan. Penelitian sebelumnya juga menunjukkan bahwa nilai buku ekuitas mempunyai pengaruh terhadap nilai pasar perusahaan. Hal ini disebabkan karena nilai buku merupakan

proksi untuk menghitung pendapatan normal di masa mendatang. Proyeksi pendapatan perusahaan di masa mendatang merupakan salah satu daya tarik investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut. Hal ini juga akan berdampak terhadap peningkatan harga saham perusahaan.

Arifin (2005) mengemukakan bahwa pendekatan penilaian saham perusahaan dapat dilakukan dengan pendekatan nilai buku. Dalam pendekatan tersebut, nilai buku yang dimaksud adalah jumlah uang yang akan diterima oleh pemegang saham biasa jika asset perusahaan tersebut dijual seharga dengan nilai buku perusahaan tersebut. Nilai yang diterima merupakan nilai setelah dikurangi dengan hutang dan hak pemegang saham preference. Hasil perhitungan dengan menggunakan pendekatan ini digunakan sebagai nilai minimum dari harga saham perusahaan.

3. Pengaruh Investasi Terhadap Nilai Pasar Perusahaan

Secara simultan, investasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi pada masing masing kelompok hipotesis yang bernilai 0,00. Nilai ini lebih kecil dibandingkan dengan 0,05. Data tersebut mengindikasikan bahwa semua variabel independen yang digunakan pada setiap kelompok hipotesis mempunyai pengaruh yang signifikan secara simultan terhadap variabel dependen.

Sedangkan pada uji secara parsial menunjukkan bahwa variabel investasi mempunyai pengaruh signifikan secara parsial terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di bursa Efek Indonesia. Pada ketiga kelompok hipotesis tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai ini lebih kecil dari 0,05.

Kegiatan investasi yang dilakukan oleh perusahaan akan berdampak positif terhadap nilai pasar perusahaan. Hal ini dapat menjadi daya tarik bagi investor karena mereka menganggap bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa mendatang. Dampak dari hal tersebut adalah peningkatan pendapatan perusahaan dan peningkatan nilai pasar pasar seiring dengan peningkatan harga saham perusahaan.

Beberapa penelitian sebelumnya juga menunjukkan investasi berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan. Honarbaksh (2013) dalam penelitiannya juga menemukan adanya relevansi indikator investasi terhadap nilai perusahaan yang melakukan pembayaran deviden.

Keputusan investasi yang dilakukan oleh perusahaan sangat berkaitan dengan nasib perusahaan di masa mendatang. Oleh sebab itu, manajer perlu mempertimbangkan investasi yang dapat mendatangkan keuntungan bagi perusahaan di masa mendatang. Investasi yang tepat dapat mendorong pada peningkatan nilai pasar perusahaan.

4. Pengaruh kewajiban Terhadap Nilai Pasar Perusahaan

Secara simultan, variabel kewajiban mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi pada masing masing kelompok hipotesis yang bernilai 0,00. Nilai ini lebih kecil dibandingkan dengan 0,05. Data ini mengindikasikan bahwa semua variabel independen yang digunakan pada setiap kelompok hipotesis mempunyai pengaruh yang signifikan secara simultan terhadap variabel dependen.

Sacara parsial, variabel kewajiban berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai pasar saham perusahaan yang terdaftar di

Bursa Efek Indonesia. Hal ini dapat dilihat dari masing masing kelompok hipotesis. Pada kelompok hipotesis pertama, nilai signifikansi menunjukkan 0,754. Nilai ini jauh lebih besar berada di atas 0,05. Begitu juga dengan nilai signifikansi pada kelompok hipotesis kedua dan ketiga, masing masing nilai signifikansi menunjukkan sebesar 0,709 dan 0,659. Berdasarkan angka tersebut menunjukkan bahwa variabel liabilitas tidak berpengaruh signifikan secara parsial terhadap nilai pasar perusahaan.

Sofyaningsih (2011) mengemukakan bahwa penambahan hutang perusahaan menyebabkan terjadi peningkatan risiko perusahaan. Semakin banyak jumlah hutang, maka akan semakin tinggi resiko perusahaan tidak mampu melakukan pembayaran hutang. Akibat dari hal ini adalah semakin tingginya resiko kebangkrutan perusahaan tersebut. Dengan demikian, investor menangkap sinyal negatif sehingga enggan untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut.

Berdasarkan teori *signaling* mengemukakan bahwa hutang adalah salah satu cara manajer menginformasikan kepada investor bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa mendatang. Dalam hal ini, hutang dipandang sebagai sinyal yang dapat dipercaya oleh para investor tentang proyeksi kinerja perusahaan di masa mendatang. Para mananajer dapat menangkap sinyal ini sebagai proyeksi kinerja perusahaan. Dengan kata lain, hutang menjadi sinyal positif tentang kinerja perusahaan yang prospektif di masa mendatang (Arifin, 2005)

Badugaga (2017) mengemukakan bahwa pendekatan lain dalam kasus ini adalah dengan menggunakan teori keagenan. Dalam teori ini dikemukakan bahwa, struktur modal perusahaan disusun untuk mengurangi konflik antar kelompok yang berkepentingan dalam perusahaan dalam hal ini adalah pemegang saham dengan pihak manajemen. Konflik ini

dipicu dengan adanya *free cash flow* perusahaan yang dikuasai oleh pihak manajemen. Oleh sebab itu, hutang dipandang sebagai salah satu cara untuk mengurangi konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Jika manajemen perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan, maka akan dapat mengurangi *fre cash flow* karena pihak manajemen harus membayar bunga hutang dengan menggunakan sumber kas perusahaan. Uji empiris tentang bonding juga dapat digambarkan untuk menjelaskan fenomena ini. Arifin (2005) mengemukakan bahwa ada hubungan positif antara jumlah hutang dengan nilai pasar perusahaan. Korelasi positif antara hutang dengan nilai perusahaan ini menggambarkan bahwa adanya pengurangan masalah agensi ketika terjadi peningkatan hutang perusahaan.

5. Pengaruh Aset Keuangan Terhadap Nilai Pasar Perusahaan

Secara simultan, aset keuangan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi pada masing masing kelompok hipotesis yang bernilai 0,00. Nilai ini lebih kecil dibandingkan dengan 0,05. Data ini mengindikasikan bahwa semua variabel independen yang digunakan pada setiap kelompok hipotesis mempunyai pengaruh yang signifikan secara simultan terhadap variabel dependen.

Sedangkan secara parsial, variabel aset keuangan mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Hal ini ditandai dengan nilai signifikansi pada masing masing kelompok hipotesis. Pada kelompok hipotesis pertama nilai signifikansi aset keuangan sebesar 0,04 dan pada kelompok hipotesis ketiga sebesar 0,03. Sedangkan besaran pengaruh variabel

tersebut pada kelompok hipotesis ketiga dan kelompok hipotesis pertama adalah sebesar -0,242 dan -0,158. Nilai aset keuangan didasarkan pada arus kas perusahaan yang diterima di masa yang akan datang. Semakin besar arus kas perusahaan, maka akan semakin besar nilai dari aset keuangan perusahaan tersebut.

Teori *agency cost* merupakan hal yang tepat untuk menggambarkan fenomena tersebut. Arifin (2005) mengemukakan bahwa pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan *go public* bertujuan untuk mengurangi masalah *agency* yang timbul antara pemilik dan pemegang saham. Oleh sebab itu, kehadiran dividen sangat penting. Konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen semakin membesar ketika perusahaan yang mempunyai *free cash flow* yang tinggi tanpa dibarengi dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi.

Pihak manajemen perusahaan tidak melakukan pembagian laba kepada para pemegang saham sehingga *free cash flow* perusahaan menjadi tinggi. Pihak investor menilai perusahaan yang tidak membayar dividen rendah dan sebaliknya menilai tinggi perusahaan yang melakukan pembayaran dividen. Oleh sebab itu, pembayaran dividen sangat diperlukan dalam rangka peningkatan nilai saham perusahaan. Pembagian dividen dapat mengurangi *free cash flow* perusahaan tersebut.

6. Pengaruh *Operating Net Cash Flow* Terhadap Nilai Pasar Perusahaan

Secara simultan, *operating net cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi pada masing masing kelompok hipotesis yang bernilai 0,00. Nilai ini lebih kecil dibandingkan dengan 0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa semua variabel

independen yang digunakan pada setiap kelompok hipotesis mempunyai pengaruh yang signifikan secara simultan terhadap variabel dependen.

Sedangkan secara simultan variabel *operating net cash flow* mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada tabel uji parsial kelompok hipotesis II. Variabel ini mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0,001 dan mempunyai pengaruh sebesar -0,18. Berdasarkan data tersebut di atas, *operating net cash flow* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Ramli (2012) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *operating net cash flow* berpengaruh negatif terhadap nilai pasar perusahaan. Semakin tinggi *operating net cash flow* maka akan terjadi penurunan nilai pasar perusahaan.

Keown (2008) mengemukakan bahwa semua bentuk keuntungan proyek perusahaan dapat dilihat berdasarkan pada arus kas perusahaan. Perusahaan melakukan investasi untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar di masa mendatang. Arus kas merupakan komponen yang sangat penting dalam penggaran modal. Informasi yang terdapat dalam arus kas sangat bermanfaat bagi pihak menejer dalam menilai kelayakan sebuah investasi. Arus kas menjadi indikator dalam melihat keuntungan proyek sebuah perusahaan. Jika sebuah proyek mempunyai arus kas yang baik, maka proyek tersebut layak untuk dilakukan investasi

Investasi kas perusahaan ke dalam aktiva yang terlalu besar dipandang oleh para investor tidak produktif karena membutuhkan biaya perawatan yang tinggi serta berdampak terhadap efisiensi operasional perusahaan. Bagi para investor, hal ini dipandang sebagai sinyal tingkat efektivitas manajemen perusahaan dalam pengelolaan keuangan.

Pandangan para investor terhadap perusahaan mendorong mereka untuk membeli atau menjual saham perusahaan tersebut. Hal berimplikasi pada naik atau turunnya nilai pasar perusahaan.

KESIMPULAN

Hasil pengujian analisis melalui SPSS menunjukkan bahwa, secara parsial variabel laba permanen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pasar perusahaan yang melakukan pembayaran dividen di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012. Hal ini dapat dilihat pada tabel yang menunjukkan nilai signifikansi variabel laba permanen sebesar 0,656. Nilai ini lebih besar daripada 0,05. Nilai buku ekuitas menunjukkan bahwa mempunyai pengaruh signifikan secara parsial terhadap nilai pasar perusahaan pada ketiga kelompok hipotesis yang diuji. Pada kelompok hipotesis pertama, nilai signifikansi menunjukkan sebesar 0,001. Pada kelompok hipotesis kedua dan kelompok hipotesis ketiga nilai signifikansi menunjukkan sebesar 0,000. Nilai ini lebih rendah dibandingkan dengan nilai 0,05. variabel investasi mempunyai pengaruh signifikan secara parsial terhadap nilai pasar perusahaan yang terdaftar di bursa Efek Indonesia. Pada ketiga kelompok hipotesis tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai ini lebih kecil dari 0,05.

Variabel kewajiban berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai pasar saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini dapat dilihat dari masing masing kelompok hipotesis. Pada kelompok hipotesis pertama, nilai signifikansi menunjukkan 0,754. Nilai ini jauh lebih besar berada di atas 0,05. Begitu juga dengan nilai signifikansi pada kelompok hipotesis kedua dan ketiga, masing masing nilai signifikansi menunjukkan sebesar 0,709 dan 0,659. Berdasarkan angka tersebut menunjukkan

bahwa variabel liabilitas tidak berpengaruh signifikan secara parsial terhadap nilai pasar perusahaan. variabel asset keuangan mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Hal ini ditandai dengan nilai signifikansi pada masing masing kelompok hipotesis. Pada kelompok hipotesis I nilai signifikansi asset keuangan sebesar 0,04 dan pada kelompok hipotesis ketiga sebesar 0,03. Sedangkan besaran pengaruh variabel tersebut pada kelompok hipotesis ketiga dan kelompok hipotesis pertama adalah sebesar -0,147 dan -0,158. Sedangkan secara simultan variabel *operating net cash flow* mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada tabel uji parsial kelompok hipotesis II. Variabel ini mempunyai tingkat signifikansin sebesar 0,001 dan mempunyai pengaruh sebesar -0,18.

Variabel investasi mempunyai pengaruh yang sangat dominan pada ketiga kelompok hipotesis tersebut. Pada kelompok hipotesis pertama, variabel investasi mempunyai pengaruh sebesar 43,9% terhadap nilai pasar perusahaan, pada kelompok hipotesis kedua variabel investasi mempunyai pengaruh sebesar 38,9% terhadap nilai pasar perusahaan, sedangkan pada kelompok hipotesis ketiga variabel investasi mempunyai pengaruh sebesar 43,1% terhadap nilai pasar perusahaan. Berdasarkan data tersebut, menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak relevan dalam meningkatkan nilai pasar perusahaan. Akan tetapi, investasi sangat berpengaruh terhadap nilai pasar perusahaan. Penelitian ini membuktikan teori ketidakrelevanan dividen yang dikemukakan oleh Mondigliani dan Miller (1961).

DAFTAR PUSTAKA

- Anoraga, Pandji dkk.2001. Pengantar Pasar Modal. PT. Rineka Cipta. Jakarta
- Arifin, Zaenal. 2005. Teori Keuangan dan Pasar Modal. Ekonisa. Yogyakarta
- Budagaga, Akram. 2017. Dividend Payment and its Impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach. *International Journal of Economics and Financial Issues* ISSN: 2146-4138
- Chelimo, J.K., & Kiprop, S.K., 2017. Effect of Dividend Policy on Share Price Performance: A Case of Listed Insurance Companies at the Nairobi Securities Exchange, Kenya
- Cooper, Donald R., Schindler, Pamela S. 2006. Metode Riset Bisnis. PT Media Global Edukasi. Jakarta.
- Honarbaksh, Samira dkk . 2013. The Effect of Devidend Policy On Market Value on Companies Listed In Tehran Stock Exchange. *International Rivew of Management and Business Reserch*. Tehran. Vol. 2 .Issue.1 Maret 2013
- Kanwal, Muzana. 2017.The Relationship between Dividend Payout and Firm Financial Performance. *Research in Business and Management* ISSN 2330-8362.
- Keown, J Athur., Martin, John D., Petty, J William., Scott, David. 2008. Manajemen Keuangan, Prinsip dan Penerapan. Jakarta. PT Indeks
- Kibet, T.W. 2016. Effects of Dividend Policy on Share Price of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange, Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*. Vol.7, No.8, 2016
- Ramli, Muhammad Ridha. 2012. Pengaruh Laba, Arus Kas Operasi, Arus Kas Bebas, Dan Pembayaran Dividen Kas Sebelumnya Terhadap Dividen Kas Yang Diterima Oleh Pemegang Saham (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Telaah & Riset Akuntansi* Vol. 4. No. 2. Juli 2011
- Rimza, Sarwar., Nadia, Naseem. 2014 Review of Dividend Policy and its Impact on Shareholders Wealth. *International Journal of Management & Organizational Studies* Volume 3, Issue 4, December, 2014 ISSN: 2305-2600
- Suryaningsih, Sri. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang Dan Nilai Perusahaan. *Journal Dinamika Keuangan dan Perbankan* ISSN : 1979-4878 Vol 3 No.1. Semarang.
- Tharshiga, P' Velnamby .T.,. 2017. An Analysis of Dividend Policy and Market Value of Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific & Engineering Research* Volume 8, Issue 6, June-2017 214 ISSN 2229-5518
- Trihendradi, C. 2009. 7 Langkah Mudah Melakukan Analisis Statistik Menggunakan SPSS 17. Yogyakarta. Andi Yogyakarta
- Widiyastuti 2012. Moderasi Differed Tax Expense Atas Relevansi Nilai Laba dan Buku Ekuitas Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2010. *Jurnal InFestasi*. VoL. 8 No.1 Juni 2012