

PENGARUH KEPUTUSAN KEUANGAN, MODAL INTELEKTUAL, DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

(Studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2013 sampai tahun 2017)

Anisa Tri Lestari

Anisatrilestari8@gmail.com

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

Jl. Lingkar Selatan, Tamantirto, Kasihan, Bantul, Yogyakarta 55183

Telp: (0274) 387656 fax: (0274) 387646

Email : bhp@umy.ac.id

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of investment decisions, financing decisions, dividend policy, intellectual capital and managerial ownership towards company's value. Investment decisions variable was measured by Total Assets Growth (TAG). Financing decisions variable was measured by Debt to Equity Ratio (DER). Dividend policy was measured by Dividend Payout Ratio. Intellectual capital variable was measured by summing up the Human Capital Efficiency (HCE), Structural Capital Efficiency (SCE) and Capital Employed Efficiency (CEE). The last variable is managerial ownership was measured by percentage of directress and commissioner stock ownership.

The sample used in this study was manufactur companies which listed in Indonesian Stock Exchange from 2013-2017. The analysis technique used is Panel Regression with Eviews 10 as the statistical tool. The result show, ivestment decisions and financing decisions variable have negative and not significant, while dividend policy, intellectual capital and managerial ownership variable have positive effect on firm value.

Key words: Investment decisions, financing decisions, dividend policy, intellectual capital and managerial ownership

PENDAHULUAN

Dari tahun ke tahun dunia perbisnisan terus mengalami perkembangan yang pesat sehingga menimbulkan menimbulkan persaingan bisnis yang semakin ketat. Dengan adanya lingkungan bisnis yang penuh persaingan menuntut pihak manajemen untuk semakin pintar memutar otak dalam mempertahankan eksistensi perusahaannya di dunia bisnis. Salah satu hal yang dapat dilakukan pihak manajemen yaitu dengan meninjau ulang fungsi-fungsi manajemen yang

digunakan oleh perusahaan, selain itu langkah lain yang dapat dilakukan yakni dengan meninjau ulang visi, misi dan tujuan perusahaan.

Berdirinya sebuah perusahaan tentunya telah didasari dengan tujuan perusahaan yang jelas. Tujuan tersebut terdiri dari tiga macam, yang sebenarnya secara substansial tidak banyak perbedaannya, hanya saja penekanan yang ingin dicapai oleh masing-masing perusahaan berbeda antara yang satu dengan yang lainnya. Tujuan perusahaan yang pertama adalah untuk mencapai keuntungan maksimal. Tujuan yang kedua adalah memakmurkan pemilik perusahaan atau para pemilik saham. Sedangkan tujuan perusahaan yang ketiga adalah memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya (Mahendra, 2011). Meningkatnya harga saham mencerminkan kemakmuran pemegang saham, yang berarti bahwa nilai perusahaan juga mengalami peningkatan. Menurut (Nurlaela & Islahuddin, 2008), *firm value* (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar untuk menilai perusahaan secara keseluruhan sekaligus sebagai cerminan dari penambahan jumlah ekuitas perusahaan dengan hutang perusahaan. Sehingga perusahaan harus berusaha keras untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Salah satu bagian yang berperan dalam meningkatkan nilai perusahaan adalah pihak manajemen, pihak manajemen mempunyai kewajiban untuk memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham. Namun seringkali terjadi konflik antara manajer sebagai pihak perusahaan atau agen dengan pemegang saham tentang keputusan-keputusan yang menyangkut kesejahteraan pemegang saham. Pertentangan tersebut terjadi disebabkan oleh adanya perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak yang disebut dengan konflik keagenan. Adanya masalah agensi tersebut dapat menyebabkan tidak tercapainya tujuan keuangan perusahaan. Oleh karena itu, untuk mengatasi permasalahan tersebut perusahaan harus memiliki kontrol yang baik antara fungsi pengelolaan yaitu pihak manajemen dan fungsi kepemilikan yaitu struktur kepemilikan.

Menurut (Jensen & Meckling, 1976) dengan meningkatkan kepemilikan *insider (insider ownership)* perusahaan dapat mensejajarkan kepentingan antara pemilik dan manajer. Yadnyana dan Wati dalam (Bernandhi & Muid, 2014) menyatakan bahwa, adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen pada dasarnya adalah satu upaya untuk mensejajarkan antara kepentingan manajemen dengan kepentingan para pemegang saham. Terwujudnya kesejajaran kepentingan antara dua belah pihak sehingga membuat pihak manajemen akan bisa merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil secara benar dan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Ketika kondisi yang demikian tersebut dapat terwujud maka manajemen akan termotivasi untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Selain fungsi kepemilikan, fungsi manajemen keuangan juga berperan dalam meningkatkan nilai perusahaan, yaitu melalui implementasi keputusan keuangan baik itu keputusan investasi, keputusan pendanaan ataupun kebijakan dividen, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama & French, 1998).

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). Di Indonesia, fenomena IC mulai berkembang setelah munculnya PSAK No.19 (revisi 2000) tentang aktiva tidak berwujud, meskipun tidak dinyatakan secara eksplisit sebagai IC, namun kurang lebih IC telah mendapat perhatian.

Tujuan perusahaan adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan tercermin dari harga sahamnya, semakin meningkatnya perbedaan antara harga saham dengan nilai buku aktiva yang dimiliki perusahaan menunjukkan adanya *hidden value*. Penghargaan lebih atas saham perusahaan dari para investor tersebut diyakini disebabkan oleh modal intelektual yang dimiliki perusahaan. (Appuhami, 2007) menyatakan bahwa semakin besar nilai modal intelektual (VAIC) semakin efisien penggunaan modal perusahaan, sehingga menciptakan *value added* bagi perusahaan. Selain itu, jika modal intelektual merupakan sumber daya yang terukur untuk peningkatan *competitive advantages*, maka modal intelektual akan memberikan kontribusi terhadap kinerja perusahaan (Abdolmohammadi, 2005). Modal intelektual diyakini dapat berperan penting dalam peningkatan nilai perusahaan maupun kinerja keuangan. Perusahaan yang mampu memanfaatkan modal intelektualnya secara efisien, maka nilai pasarnya akan meningkat.

Penelitian terdahulu mengenai pengaruh keputusan keuangan, kepemilikan manajerial dan modal intelektual terhadap nilai perusahaan telah dilakukan sebelumnya. Penelitian (Asmawati & Amanah, 2013) menunjukkan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kepemilikan manajerial yang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian (Eveline & Amanah, 2015) membuktikan bahwa keputusan investasi dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Selain itu (Eveline & Amanah, 2015) juga membuktikan bahwa modal intelektual berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian (Solikhah, Rohman, & Meiranto, 2009) menunjukkan modal intelektual berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan tetapi modal intelektual tidak terbukti berpengaruh

terhadap nilai pasar perusahaan. Penelitian (Alipour, 2008) membuktikan bahwa ada pengaruh positif signifikan antara modal intelektual (VAIC) dan nilai perusahaan. Penelitian selanjutnya yaitu (Lee, 2004) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian (Trasobares & Gorriz, 2006) menunjukkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

TINJAUAN LITERATUR DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Nilai Perusahaan

Menurut (Husnan & Pudjiastusi, 2004) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli diartikan sebagai harga pasar atas perusahaan itu sendiri. Di bursa saham, harga pasar berarti harga yang bersedia dibayar oleh investor untuk setiap lembar saham perusahaan. Oleh karena itu dapat dikatakan bahwa nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang selalu dikaitkan dengan harga saham. Sedangkan menurut (Keown, 2004) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar.

Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Brigham & Houston, 2011). Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan bagi para pemilik perusahaan sebab dengan nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan tingkat kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan.

Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan keputusan yang menyangkut pengalokasian dana yang berasal dari dalam maupun dana yang berasal dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi (Purnamasari, Kurniawati, & Silvi, 2009). Keputusan investasi dapat dikelompokkan kedalam investasi jangka pendek seperti investasi kedalam kas, surat-surat berharga jangka pendek, piutang, dan persediaan maupun investasi jangka panjang dalam bentuk tanah, gedung, kendaraan, mesin, peralatan produksi, dan aktiva tetap lainnya. Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan dimasa yang akan datang (Tandelilin, 2001).

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan diartikan sebagai keputusan yang menyangkut struktur keuangan perusahaan (*financial structure*). Struktur keuangan perusahaan merupakan komposisi dari keputusan pendanaan yang meliputi hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Setiap perusahaan akan mengharapkan adanya struktur modal optimal, yaitu struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*) dan meminimalkan biaya modal (*cost of capital*).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang (Sartono, 2001). Dividen dapat dibagikan dalam bentuk tunai (*cash dividend*), aktiva yang lain (*property dividend*), surat hutang (*notes dividend*), ataupun saham (*stock dividend*). Kebijakan dividen didasarkan pada pertimbangan kepentingan pemegang saham dan juga kepentingan perusahaan.

Modal Intelektual

Menurut (Roos, Edvinson, & Dragonetti, 1997) modal intelektual adalah semua proses dan kekayaan yang tidak secara normal ditunjukkan dalam neraca dan semua kekayaan yang tak berwujud (tanda dagang, hak paten dan merek) yang dipertimbangkan akuntansi modern dalam modal intelektual termasuk jumlah pengetahuan dari para anggota organisasi yang telah diterjemahkan ke dalam kegiatan praktis organisasi. Dengan memiliki sumber daya intelektual yang tinggi, investor akan memberi nilai yang lebih tinggi pada perusahaan tersebut dibanding dengan perusahaan yang tidak memiliki sumberdaya intelektual atau memiliki sumberdaya intelektual yang rendah (Chen, Cheng, & Hwang, 2005). Modal intelektual dalam penelitian ini terdiri dari 3 komponen yaitu: *human capital*, *structural capital*, dan *employee capital*.

Human capital adalah kombinasi dari pengetahuan, *skill*, kemampuan melakukan inovasi dan kemampuan menyelesaikan tugas, meliputi nilai perusahaan, kultur dan filsafatnya (Bontis, 2004). Jika perusahaan berhasil dalam mengelola pengetahuan karyawannya, maka hal itu akan dapat meningkatkan *human capital*. *Structural capital* merupakan segala sesuatu yang tidak berhubungan dengan sumber daya manusia yaitu terdiri dari *database*, struktur organisasi, strategi, sistem teknologi, sistem operasional perusahaan, paten, merk dagang, kursus pelatihan dan segala sesuatu yang dapat meningkatkan nilai perusahaan (Pulic, 1998).

Structural capital juga dapat disebut sebagai infrastruktur pendukung dari *human capital* sebagai sarana dan prasarana pendukung kinerja karyawan. *Capital employed/customer capital* merupakan komponen modal intelektual yang memberikan nilai secara nyata yang berhubungan dengan mitranya, meliputi: berasal dari pemasok handal dan berkualitas, berasal dari pelanggan yang loyal

dan merasa puas dengan pelayanan, berasal dari hubungan perusahaan dengan pemerintah maupun dengan masyarakat sekitar.

Capital employee antara lain terdiri atas: merk, pelanggan, loyalitas pelanggan, nama perusahaan, jaringan distribusi, kolaborasi bisnis, perjanjian lisensi, kontrak yang menguntungkan dan *franchise*. *Capital employed* atau *customer capital* juga dapat diartikan kemampuan perusahaan untuk mengidentifikasi kebutuhan dan keinginan pasar sehingga menghasilkan hubungan baik dengan pihak luar.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi kepemilikan saham oleh pihak manajemen baik dewan direksi maupun dewan komisaris yang secara aktif berperan dalam pengambilan keputusan perusahaan Untung & Hartini dalam (Asmawati & Amanah, 2013). Dengan adanya kepemilikan manajerial ini diharapkan perusahaan akan dapat mengatasi masalah agensi yang terjadi di perusahaan.

Signaling Theory

Teori ini menyatakan bahwa pengeluaran investasi akan memberikan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Wahyudi & Pawestri, 2006).

Trade Off Model

Model *trade-off* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang dengan biaya yang akan timbul sebagai akibat dari penggunaan hutang tersebut (Hartono, 2003). Esensi *trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Se jauh manfaat lebih besar, tambahan hutang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperbolehkan.

Packing Order Theory

Pecking Order Theory menjelaskan tentang urutan preferensi dalam penentuan sumber dana oleh perusahaan, dimana untuk pertama perusahaan akan memilih pendanaan secara internal yaitu dengan menggunakan laba ditahan yang dimilikinya. Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dulu. Dimulai dengan utang, kemudian surat berharga campuran (*hybrid*) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian barangkali saham sebagai pilihan terakhir.

Teori Modigliani & Miller

- 1) Proposisi MM Tanpa Pajak

Dalam kondisi tanpa pajak MM berpendapat bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Penggunaan hutang yang semakin tinggi justru akan memperbesar risiko dan berarti biaya modal sendiri bertambah. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan utang tidak akan meningkatkan nilai perusahaan disebabkan keuntungan yang diperoleh dari biaya hutang ditutup oleh naiknya biaya modal sendiri (Taswan, 2003).

2) Proposisi MM dengan Pajak

Dengan memasukkan pajak, MM menambah dimensi baru ke dalam analisis. Hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak, karena bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Namun demikian penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan membuat perusahaan menghadapi biaya kebangkrutan dan biaya keagenan (*agency cost*) yang tinggi. Biaya keagenan (*agency cost*) yaitu biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor.

A Bird in the Hand Theory

Teori ini dicetuskan oleh Myron Gordon dan John Lintner yang berpendapat bahwa pembagian dividen berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Teori ini mengacu pada konsep *time value of money* dimana dividen saat ini seharusnya memiliki nilai yang lebih tinggi dibanding *capital gain* di masa depan.

Stakeholder Theory

Teori ini mengemukakan bahwa perusahaan tidak wujud yang hanya beroperasi demi kepentingan pribadi namun perusahaan tersebut juga diwajibkan memberi manfaat kepada seluruh *stakeholdernya* termasuk para karyawan, pelanggan, suplier, distributor, perusahaan itu sendiri serta lingkungan dalam segala aspek operasional perusahaan (Ulum, Ghozali, & Chariri, 2008). Di dalam perusahaan apabila sumber daya dikelola dengan baik maka, akan meningkatkan laba perusahaan dan membuat kemakmuran bagi pemegang saham.

Agency Theory

Teori keagenan menegaskan bahwa pemisahan kepemilikan dan kendali pada perusahaan publik dapat menyebabkan manajer mengerjakan apa yang menjadi kepentingannya diatas kepentingan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976).

HIPOTESIS

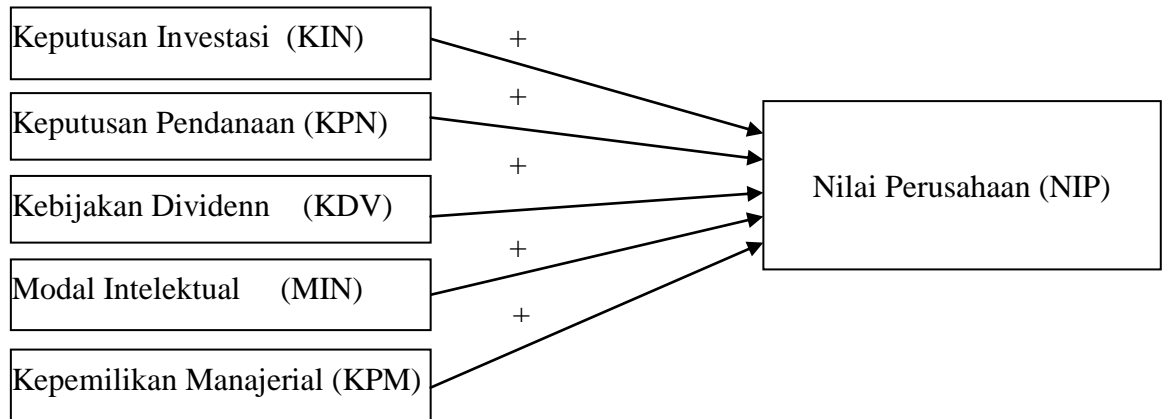
Ha1: Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Ha2: Keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan

Ha3: Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan

Ha4: Modal intelektual berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan

Ha5: Kepemilikan Managerial berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai



Gambar 1. model penelitian

METODOLOGI PENELITIAN

Objek Penelitian

Perusahaan yang menjadi objek dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia yang terdaftar pada periode 2013-2017.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini yaitu seluruh perusahaan manufaktur. Sedangkan penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling* atau populasi yang memenuhi kriteria penelitian tertentu sesuai dengan yang dikehendaki peneliti (Sekaran, 2006). Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang telah terdaftar (*listing*) di Bursa Efek dari tahun 2013-2017.
2. Perusahaan manufaktur yang tidak keluar (*delisting*) selama periode penelitian yaitu dari tahun 2013-2017.
3. Perusahaan manufaktur yang memiliki laba positif dalam laporan keuangan periode penelitian dari tahun 2013-2017 secara berturut-turut.
4. Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen kas dalam laporan keuangan periode penelitian antara tahun 2013-2017.
5. Perusahaan yang terdapat kepemilikan manajerialnya (baik dewan direksi maupun dewan komisaris) dalam struktur kepemilikan saham perusahaan selama periode penelitian dari tahun 2013- 2017.

Jenis dan Sumber Data

Jenis dan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data diperoleh melalui berbagai macam sumber seperti *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), *IDX Statistic*, dan Bursa Efek Indonesia (BEI) yang dapat diakses di situs www.idx.com.

Definisi Operasional Variabel

Nilai Perusahaan

Alat ukur nilai perusahaan dalam penelitian ini diproksikan dengan rasio Tobin'Q. Menurut (Susanti, 2010) Tobin's Q adalah perbandingan antara market of equity ditambah dengan hutang (debt) dengan total aset. Menurut Klapper dan Love Tobin's Q dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{(\text{MVE} + \text{DEBT})}{\text{TA}}$$

Keterangan:

- MVE= Harga penutupan saham akhir tahun × banyaknya saham beredar.
- DEBT= (Utang Lancar-Aktiva Lancar) + Persediaan + Utang Jangka Panjang.
- TA = Nilai Buku Total Aktiva

Keputusan Investasi

Keputusan investasi pada penelitian ini diproksikan dengan *Tottal Assets Growth*. Menurut (Raintani, Suryawardhana, & Sodik, 2011) rasio ini dianggap mampu merefleksikan aktivitas investasi suatu perusahaan dengan mengukur pertumbuhan aset perusahaan dari tahun ketahun. Berikut adalah pengukuran pertumbuhan perusahaan menurut (Sunariyah, 2006), yakni:

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

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui *Debt to Equity Ratio* (DER). Menurut (Brigham & Houston, 2001) rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas, yang dihitung sebagai berikut:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen dalam penelitian ini dikonfirmasi melalui *Dividend Payout Ratio* (DPR). Menurut (Brigham & Gapenski, 1996), rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas.

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

Keterangan :

DPR = Rasio Pembayaran Dividen (*Dividend Payout Ratio*)

DPS = Dividen per Lembar Saham (*Dividend Per Share*)

EPS = Laba per Lembar Saham (*Earning Per Share*)

Modal Intelektual

Modal intelektual dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Value Added Intellectual Capital* (VAIC). Koefisien Nilai Tambah Intelektual (*Value Added Intellectual Capital*) yang diusulkan oleh (Pulic, 1998) mampu menyediakan informasi tentang efisiensi penciptaan nilai dari aset berwujud dan tidak berwujud dalam perusahaan. Berikut adalah pengukuran VAIC (*Value Added Intellectual Capital*) menurut (Pulic, 1998):

$$\text{VA} = \text{OUT} - \text{IN}$$

Keterangan:

- VA (*Value Added*) merupakan nilai tambah
- OUT = Total pendapatan
- IN = Beban usaha kecuali gaji dan tunjangan karyawan
-

$$\text{HCE} = \text{VA} / \text{HC}$$

Keterangan:

- HC: Gaji dan tunjangan karyawan (Beban karyawan)
-

$$\text{SCE} = \text{SC} / \text{VA}$$

Keterangan:

- SC: Selisih antara (*Value Added/ VA*) dengan (*Human Capital/HC*)

$$\text{CEE} = \text{VA} / \text{CE}$$

Keterangan:

- CE: Jumlah dana yang tersedia (laba bersih dan ekuitas)

$$\text{VAIC} = \text{HCE} + \text{SCE} + \text{CEE}$$

Keterangan:

VAICTM: Mengindikasikan kemampuan intelektual organisasi yang juga dapat dianggap sebagai BPI (*Business Performance Indicator*).

HCE : Indikator efisiensi nilai tambah (*value added/ va*) yang dihasilkan dari *human capital* atau beban tenaga kerja.

SCE : Indikator efisiensi modal struktural atau laba bersih yang dibutuhkan untuk menghasilkan Rp 1 dari (*value added/ va*).

CEE : Indikator efisiensi nilai tambah (*value added/ va*) yang dihasilkan dari *physical capital* atau modal yang digunakan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	NIP	KIN	KPN	KDV	MIN	KPM
Mean	1.007327	0.150634	1.116332	0.358441	2.567233	0.128307
Median	0.684970	0.097968	0.891178	0.291105	2.313356	0.050752
Maximum	3.023385	1.401665	5.152418	2.467927	6.527140	0.711876
Minimum	-0.190273	-0.148100	0.109234	0.027806	1.264630	0.000287
Std. Dev.	0.832285	0.198042	0.927709	0.315547	1.009146	0.168890
Observations	119	119	119	119	119	119

Sumber: Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan hasil analisis deskriptif tabel 4.2 Niai Perusahaan (NIP) memiliki nilai rata-rata sebesar 1.007327. Keputusan Investasi (KIN) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.150634. Keputusan Pendanaan memiliki nilai rata-rata sebesar 1.116332. Kebijakan Dividen (KDV) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.358441. Modal Intelektual (MIN) memiliki nilai rata-rata sebesar 2.567233. Kepemilikan Manajerial (KPM) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.128307 atau 13%.

Pemilihan Model

Tabel 2. Pemilihan Model Regresi

Pengujian	<i>Effect Test</i>	Probabilitas	Model Terpilih
Uji <i>Chow</i>	<i>Cross Section F</i>	0,0001 < 0,05	<i>Fixed Effect</i>
Uji <i>Hausman</i>	<i>Cross Section random</i>	0,4773 > 0,05	<i>Random Effect</i>
Uji <i>Lagrange Multiplier</i>	<i>Breusch Pagan</i>	0.0000 < 0,05	<i>Random Effect</i>

Sumber : Data sekunder yang diolah

Berdasarkan tabel 2 diatas dapat diketahui bahwa pada pengujian pertama yaitu Uji *Chow* untuk menguji antara *common effect* dengan *fixed effect*, hasil menunjukkan probabilitas <0,05 sehingga model yang terpilih adalah *fixed effect*. Pengujian yang kedua yaitu Uji *hausman* untuk menguji antara *fixed effect* dengan *random effect*, hasil menunjukkan probabilitas >0,05 sehingga model *random*

effect yang terpilih. Pengujian yang terakhir yaitu Uji *Lagrange Multiplier* untuk menguji antara *random effect* dengan *common effect*, hasil menunjukkan probabilitas $<0,05$ sehingga model *random effect* merupakan model yang paling tepat digunakan dalam penelitian ini.

Uji Asumsi Klasik

Dalam penelitian ini tidak dilakukan uji asumsi klasik, dikarenakan model terbaik yang terpilih dalam penelitian adalah *Random Effect Model*. *Random Effect Model* (REM) merupakan model regresi yang menggunakan metode estimasi *Generalized Least Square* (GLS), yang mana metode estimasi ini sudah dianggap BLUE. Hal tersebut sesuai dengan (Gujarati & Porter, 2009):

“But a method of estimation, known as generalized least squares (GLS), takes such information into account explicitly and is therefore capable of producing estimators that are BLUE”.

Dari kutipan tersebut dapat diketahui bahwa model estimasi GLS mampu memproduksi model estimasi yang BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*).

Uji Statistik

1. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 3. Uji Koefisien Determinasi

R-squared	0.236636
-----------	----------

Sumber: Data sekunder yang diolah

Dari tabel diatas diketahui bahwa nilai R-squared sebesar 0.2366. Hasil ini menunjukkan bahwa 23,66% perubahan nilai perusahaan dipengaruhi oleh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen, modal intelektual dan kepemilikan manajerial sedangkan sisanya 76,34% dijelaskan oleh variabel lain diluar variable independen.

2. Uji Signifikan Simultan (F-Test)

Tabel 4 Uji Statistik F

F-statistic	7.005789
Prob(F-statistic)	0.000010

Sumber: Data sekunder yang diolah

Tabel 4 menunjukkan nilai Prob F-statistik menunjukkan $0,000010 < 0,05$ menunjukkan bahwa variabel keputusan investasi (KIN), keputusan pendanaan (KPM), kebijakan dividen (KDV), modal intelektual (MIN) dan kepemilikan manajerial (KPM) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen yaitu nilai perusahaan (NIP).

3. Uji Hipotesis (Uji t)

Tabel 5. Hasil Estimasi *Random Effect*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.186794	0.226339	0.825287	0.4109
KIN	-0.045815	0.180316	-0.254080	0.7999
KPN	-0.058674	0.091384	-0.642058	0.5221
KDV	0.348671	0.157626	2.212012	0.0290
MIN	0.237927	0.049015	4.854132	0.0000
KPM	0.942453	0.387192	2.434072	0.0165

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan uji t diatas maka persamaan regresi yang diperoleh adalah sebagai berikut:

$$\text{NIP} = 0.1868 - 0.0458\text{KIN} - 0.0587\text{KPN} + 0.3487\text{KDV} + 0.2380\text{MIN} + 0.942453\text{KPM} + e$$

Pembahasan

Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut dapat disebabkan karena dengan bertumbuhnya aset perusahaan belum tentu diikuti dengan peningkatan laba perusahaan. Kecenderungan investor yaitu lebih memperhatikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan aset yang dimilikinya, ketika laba yang dihasilkan tidak sesuai dengan keinginan, investor akan menganggap bahwa perusahaan tidak mampu memaksimalkan investasi yang dilakukan. Hal tersebut berarti keputusan investasi melalui pertumbuhan perusahaan (*Tottal Assets Growth*) belum mampu untuk meningkatkan harga saham dan nilai perusahaan. Hasil yang diperoleh sesuai dengan penelitian (Eveline & Amanah, 2005), bahwa keputusan investasi tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan pendanaan yang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan sesuai dengan teori (Modigliani & Miller, 1958) dan *trade off theory*. Pada teori (Modigliani & Miller, 1958) dijelaskan bahwa sebarang banyak penggunaan hutang tidak akan berpengaruh terhadap harga saham dan nilai perusahaan. Hal itu dikarenakan oleh penggunaan hutang akan menyebabkan biaya ekuitas naik dengan tingkat yang sama, atau manfaat dari penggunaan hutang akan ditutup oleh kenaikan biaya ekuitas. Pada *trade off theory* dijelaskan bahwa penggunaan hutang oleh perusahaan akan memberikan manfaat tetapi hanya pada sampai titik tertentu saja, apabila melampaui titik optimal

penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan dikarenakan perusahaan harus menanggung biaya bunga dan biaya *agency* yang terlalu tinggi. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian (Akbar & Hinasah, 2007) yang mana keputusan pendanaan berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis ke-tiga menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan hipotesis ke tiga dalam penelitian ini yang dijelaskan dengan *bird in the hand theory*. Menurut teori ini penerimaan dividen di masa sekarang dapat mengatasi ketidak pastian di masa mendatang, selain itu semakin tinggi dividen yang dibagikan maka pemegang saham akan semakin responsif dan memberikan pandangan positif kepada perusahaan sehingga akan menyebabkan naiknya nilai perusahaan yang diikuti dengan kenaikan harga saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian (Sari, 2013) bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis ke-empat menunjukkan bahwa modal intelektual berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan hipotesis ke empat dalam penelitian ini, yang dijelaskan dengan *stakeholder theory*. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan bukanlah wujud yang hanya beroperasi untuk kepentingan pribadi tetapi harus memberikan manfaat bagi para *stakeholdernya*. Perusahaan harus mampu untuk memanfaatkan komponen-komponen modal intelektual yang dimilikinya (*physical capital, human capital* dan *structural capital*) secara efisien dan optimal sehingga perusahaan akan dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, meningkatkan nilai perusahaan serta memberikan manfaat bagi para *stakeholdernya*. Hasil dari penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh (uniary, 2012) dan (Taswan, 2003) yang membuktikan bahwa modal intelektual berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis ke-lima menunjukkan bahwa modal intelektual berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan hipotesis ke lima dalam penelitian ini, yang dijelaskan dengan *agency theory*. Proporsi kepemilikan saham oleh pihak manajemen merupakan salah satu langkah yang dapat dilakukan perusahaan untuk menekan terjadinya konflik *agency* dalam suatu perusahaan. Menurut (Jensen dan Meckling, 1976) kepemilikan saham oleh pihak manajemen dilakukan agar kepentingan antara pihak manajemen dan pihak pemegang saham dapat disejajarkan. Selain itu dengan adanya proporsi saham yang dimiliki pihak manajemen maka manajemen akan sangat berhati-hati dalam mengambil setiap keputusan terkait perusahaan dimana keputusan yang diambil juga akan berdampak pada dirinya selaku pemegang saham. Kepemilikan manajerial ini akan dapat meningkatkan nilai

perusahaan karena dimata para investor sebuah perusahaan dengan kepemilikan manajerial akan memberikan jaminan bahwa setiap keputusan yang diambil oleh pihak manajemen adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham. Hasil penelitian didukung oleh penelitian (Taswan, 2003).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan analisis dan pengujian data panel dalam penelitian ini, maka dapat ditarik kesimpulan: (1) Keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (2) Keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (3) Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan; (4) Modal intelektual berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan; (5) Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Saran

1. Bagi Akademisi
 - a. Penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan variabel yang lebih luas, seperti menambahkan beberapa proksi dari mekanisme *corporate governance* yang ada pada perusahaan.
 - b. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel kontrol yang lain, seperti ukuran perusahaan dan struktur kepemilikan institusional.
 - c. Penelitian selanjutnya dapat memperluas sampel penelitian, tidak hanya terbatas pada suatu sektor tertentu.
2. Bagi Investor

Diharapkan hasil penelitian ini dapat dijadikan referensi bagi investor dalam memilih perusahaan yang tepat untuk investor menanamkan modal yang dimilikinya dengan memperhatikan keputusan-keputusan keuangan yang diambil oleh perusahaan, struktur kepemilikan perusahaan maupun dari segi kinerja perusahaan. Dengan begitu investasi yang dilakukannya akan menghasilkan keuntungan bagi dirinya dimasa yang akan datang.
3. Bagi Perusahaan
 - a. Sebaiknya perusahaan lebih berhati-hati dalam setiap pengambilan keputusan investasi, keputusan pendanaan ataupun kebijakan dividen.
 - b. Perusahaan sebaiknya memiliki tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi, karena hal tersebut dapat meningkatkan nilai perusahaan.
 - c. Agar perusahaan dapat memanfaatkan potensi atau kekayaan intelektual yang dimilikinya baik *human capital*, *structural capital* ataupun *capital employee* sehingga perusahaan akan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdolmohammadi, M. J. (2005). Intellectual capital disclosure and market capitalization. *Journal of Intellectual Capital* , 6, 397-416.
- Akbar, M., & Hindasah, L. (2007). Pengaruh Keputusan Keuangan dan Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Investasi* , 8 (2), 167-180.
- Alipour, M. (2008). The Effect of Intellectual Capital on firm performance: an Investigation of Iran Insurance Companies.
- 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* , Vol.3 (2), 14-25.
- Asmawati, & Amanah, L. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan: Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* , Vol.2, NO.4.
- Asni, N. (2007). Pengaruh Kinerja Intellectual Capital Terhadap Nilai Pasar Pada Perusahaan Jasa Keuangan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* , 441-456.
- Bernandhi, R., & Muid, A. (2014). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, leverage, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. *Journal of accounting, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro* , 3.
- Bontis, N. (2004). IC What You See: Canada's Intellectual Capital Performance.
- Brigham, & Houston. (2011). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Edisi 11*. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, & Houston, J. (2001). *Manajemen Keuangan* (Edisi Kedelapan Edisi Indonesia ed.). (H. Wibowo, Penerj.) Erlangga.
- Brigham, E. F., & Gapenski, L. C. (1996). *Intermediate Financial Management*. Orlando, Florida: The Dyden Press.
- Chen, M.-C., Cheng, S.-J., & Hwang, Y. (2005). An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firm's market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital* (6), 159-176.
- DJ, A. M. (2011). Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating) Pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *Universitas Unadaya* , 1.

- Eveline, D. G., & Amanah, L. (2015). Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* , Vol. 6, No.2 ISSN: 2460-0585.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998, June 3). Taxes, Financing Decision and Firm Value. *The Journal of Finance* LIII , 819-843.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (Fifth ed.). (N. Fox, Ed.) Americas, New York: Douglas Reiner.
- Hartono. (2003). Kebijakan Struktur Modal: Pengujian Trade Off Theory dan Pecking Order Theory (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang tercatat di BEJ). 2, 249-257.
- Husnan, S., & Pudjiastusi, E. (2004). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm : managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of financial and economic* , Vol 9 (No.2), 97-127.
- Keown. (2004). *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Yogyakarta: BPFE.
- Lee, J. (2004). The Effect of Family Ownership and Management on Firm Performance. *S.A.M. Advanced Management Journal* , 69, No.4.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment. *American Economics Review* , Vol 13.
- Nurlaela, & Islahuddin. (2008). Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Prosentase Kepemilikan Manajemen Sebagai Variabel Moderating. *Simposium Nasional Akuntansi XI* , 1.
- Pulic, A. (1998). Measuring the Performance of Intellectual Potential in Knowledge Economy. *Paper presented at the 2nd McMaster World Congress on Measuring and Managing Intellectual Capital by the Austrian Team for Intellectual Potential* .
- Purnamasari, L., Kurniawati, S. L., & Silvi, M. (2009). Interdependensi Antara Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Keputusan Dividen. *Journal Keuangan dan Perbankan* , 13, 106-119.
- Raintani, S. R., Suryawardhana, R. H., & Sodik, G. (2011). Dividend Payout Ratio, Total Asset Growth dan Return on Investment serta Pengaruhnya Terhadap Closing Price. *Jurnal Ilmiah Xpress!* , 129-150.

- Roos, G., Roos, J., Edvinson, L., & Dragonetti, N. C. (1997). Intellectual capital Navigating in the New Business Landscape . *NY : New York University* .
- Sari, O. T. (2013). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal* , Vol 2 (2), 1-7.
- Sartono, R. A. (2001). *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi* (Edisi 4 ed.). Yogyakarta: BPFE.
- Sekaran, U. (2006). *Research Methods For Business*. Jakarta: Salemba Empat.
- Solikhah, B., Rohman, H. A., & Meiranto, W. (2009). Implikasi Intellectual Capital terhadap Financial Performance, Growth dan Market Value; Studi Empiris Dengan Pendekatan Simplistic Specification.
- Sunariyah. (2006). *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal. Edisi Kelima*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Susanti, R. (2010). Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi SI* .
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE.
- Taswan. (2003). Analisis pengaruh insider ownership, kebijakan hutang dan dividen terhadap nilai perusahaan serta faktor-faktor yang mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* , 10, 162-180.
- Trasobares, A. H., & Gorriz, C. G. (2006). Diversification and family control as determinants of performance:A study of listed business groups. *European Research on Management and Business Economics* .
- Ulum, I., Ghozali, I., & Chariri, A. (2008). Intellectual Capital dan Kinerja Keuangan Perusahaan; Suatu Analisis Dengan Pendekatan Partial Least Squares. *Simposium Nasional Akuntansi XI. Pontianak* .
- Uniariny. (2012). Pengaruh Struktur Modal Dan Modal Intelektual Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.
- Wahyudi, U., & Pawestri, H. P. (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi IX. Padang* .