

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Obyek / Subyek Penelitian

Obyek penelitian yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2013-2017. Jenis data merupakan data sekunder yang diambil dari laporan keuangan perusahaan di *Indonesian Stock Exchange* (IDX). Teknik pengambilan sampel adalah *purposive sampling* dengan tujuan agar mendapatkan sampel yang sesuai dengan kriteria pada penelitian. Pengambilan sampel penelitian digambarkan pada table berikut:

Tabel 4.1
Rincian pemilihan sampel dari tahun 2013-2017

| Keterangan | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | Jumlah |
|---|------|------|------|------|------|--------|
| Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari tahun 2013 -2017 | 140 | 144 | 147 | 148 | 148 | 727 |
| Perusahaan manufaktur yang <i>delisting</i> dari tahun 2013-2017 | (2) | (0) | (2) | (0) | (7) | (11) |
| Perusahaan manufaktur <i>new listing</i> dari tahun 2013-2017 | (5) | (4) | (3) | (3) | (0) | (15) |
| Perusahaan manufaktur yang tidak membagikan dividen | (73) | (71) | (75) | (68) | (71) | (358) |
| Perusahaan manufaktur yang mengalami laba negative | (8) | (7) | (5) | (6) | (6) | (32) |
| Perusahaan manufaktur yang ada kepemilikan managerialnya dari tahun 2013-2017 | (30) | (30) | (35) | (35) | (35) | (165) |
| Data Outlier | (1) | | (2) | (3) | (4) | (10) |
| JUMLAH | 22 | 31 | 25 | 33 | 25 | 136 |

B. Hasil Analisis Data

1. Analisis Statistik Deskriptif

Sebelum variabel penelitian dianalisis dengan melakukan pengujian rumus statistik views 10, data dari masing-masing variabel penelitian dideskripsikan terlebih dahulu. Statistik Deskriptif merupakan statistik yang menggambarkan fenomena atau karakteristik dari data. Karakteristik data yang digambarkan adalah karakteristik distribusinya. Data penelitian yang menjadi variabel dependen yaitu nilai perusahaan (NIP), sedangkan yang menjadi variabel independen adalah keputusan investasi (KIN), keputusan pendanaan (KPN), kebijakan dividen (KDV), modal intelektual (MIN) dan kepemilikan manajerial (KPM) dapat dilihat pada tabel 4.2

Tabel 4.2

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: Disajikan dilampiran 6.

Dari pengujian diskriptif yang disajikan pada tabel 4.2 dengan 119 data menghasilkan nilai rata-rata, nilai maksimum, nilai minimum dan standar deviasi dari masing-masing variabel yakni:

Nilai perusahaan (NIP) diproksikan menggunakan Tobin's Q, berdasarkan tabel 4.2 hasil uji statistik deskriptif NIP memiliki *mean* sebesar 1.007327 berada diatas angka satu yang menunjukkan bahwa rata-rata saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI berada pada kondisi *overvalued* yang berarti perusahaan berhasil dalam mengelola aktiva dengan potensi pertumbuhan investasi tinggi. Sementara itu, nilai tertinggi (*maximum*) sebesar 3.023385 dimiliki oleh PT Surya Toto Indonesia Tbk., nilai terendah (*minimum*) sebesar -0.190273 dimiliki oleh PT Lion Metal Works Tbk., dan standar deviasi NIP sebesar 0.832285.

Keputusan investasi (KIN) yang diproksikan dengan pertumbuhan nilai total aset dari tahun ke tahun, hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa memiliki nilai rata-rata (*mean*) diperoleh sebesar 0.150634 berada dibawah angka satu yang berarti bahwa keseluruhan perusahaan manufaktur yang menjadi sampel memiliki tingkat pertumbuhan nilai total aset yang rendah sehingga dapat dikatakan bahwa keputusan investasi yang dilakukan pada perusahaan manufaktur belum maksimal. Sementara itu nilai tertinggi (*maximum*) sebesar 1.401665 dimiliki oleh PT Citra Tubindo Tbk. Nilai nilai terendah (*minimum*) sebesar sebesar -0.148100 pada PT Trisula Internasional Tbk, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak mengalami pertumbuhan total aset tetapi mengalami penurunan total aset.

Keputusan pendanaan (KPN) yang diproksikan dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER), memiliki nilai *mean* sebesar 1.116332 atau 112% yang menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian menggunakan hutang yang cukup tinggi sebagai sumber pendanaannya. Sedangkan nilai tertinggi (*maximum*) sebesar 5.152418 dimiliki oleh PT Indal Aluminium Industry Tbk., nilai terendah (*minimum*) sebesar 0.109234 dimiliki oleh PT Indospring Tbk., dan standar deviasi KPN sebesar 0.927709.

Kebijakan dividen (KDV) yang diroksikan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR), mempunyai nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.358441 menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian memiliki tingkat pembayaran dividen yang tidak terlalu rendah sebesar 36% dibayarkan oleh perusahaan. Hal ini dapat dikarenakan pada tahun-tahun tertentu perusahaan tidak melakukan pembayaran dividen namun menyimpannya sebagai laba ditahan. Sedangkan nilai tertinggi (*maximum*) sebesar 2.467927 terdapat pada PT Citra Tubindo Tbk., nilai terendah (*minimum*) sebesar 0.027806 terdapat pada PT Gajah Tunggal Tbk., dan standar deviasai KDV sebesar 0.315547.

Modal intelektual (MIN) yang diproksikan dengan *Value Added Intellectual Capital* (VAIC), memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 2.567233 yang berada diatas angka satu sehingga hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan menjadi sampel penelitian memiliki nilai tambah (*value added*) yang tinggi, perusahaan mampu

mengelola komponen-komponen modal intelektual yang dimiliki secara optimal sehingga mampu menciptakan nilai tambah (*value added*) bagi perusahaan. Sedangkan nilai tertinggi (*maximum*) sebesar 6.527140 terdapat pada PT Wilmar Cahaya Indonesia Tbk., nilai terendah (*minimum*) sebesar 1.264630 terdapat pada PT Multistrada Arah Sarana Tbk., serta standar deviasi MIN sebesar 1.009146.

Kepemilikan manajerial yang diprosikan menggunakan hasil persentase kepemilikan saham, memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.128307 atau 13% yang berarti bahwa rata-rata perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian memiliki kepemilikan manajerial yang relatif kecil. nilai tertinggi (*maximum*) sebesar 0.711876 dipegang oleh PT Barito Pacific Tbk., nilai terendah (*minimum*) sebesar 0.000287 dipegang oleh PT Astra International Tbk., dan standar deviasi sebesar 0.168890.

2. Pemilihan Model Regresi

Pemilihan model regresi digunakan untuk menentukan model regresi manakah yang lebih tepat digunakan dalam penelitian ini, pemilihan model regresi tersebut dilakukan dengan menggunakan Uji *Chow Test* dan Uji *Hausman Test* dan Uji *Lagrange Multiplier*.

Hasil dari Uji *Chow Test* dilakukan untuk menentukan model regresi yang lebih tepat digunakan antara model *Common Effects* dan model *Fixed Effects*, Uji *Hausman Test* dilakukan untuk menentukan model regresi yang lebih tepat digunakan antara model *Fixed Effect* dengan *Random Effects* sedangkan Uji *Lagrange Multiplier* digunakan untuk menentukan

model regresi yang lebih tepat digunakan apabila dalam Uji *Chow* terpilih model *Fixed Effect* dan dalam Uji *Hausman* terpilih model *Random Effect*, Sehingga Uji *Lagrange Multiplier* ini dibutuhkan untuk menentukan estimasi terbaik menggunakan model *Common Effect* atau model *Random Effect*. Hasil uji pemilihan model sebagai berikut:

a. *Chow Test*

Uji ini dilakukan dengan menggunakan hipotesis sebagai berikut :

H₀ : memilih menggunakan estimasi model *common effect*

H₁ : memilih menggunakan estimasi model *fixed effect*

Untuk melakukan uji pemilihan estimasi *Common Effect* atau estimasi *Fixed Effect* dapat dilakukan dengan melihat *p-value* apabila signifikan (<5%) maka model yang digunakan adalah *Fixed Effect*. Sedangkan apabila *p-value* tidak signifikan ($\geq 5\%$) maka model yang digunakan adalah model *Common Effect*.

Hasil uji pemilihan model pengujian data panel menggunakan uji *Chow* adalah sebagai berikut :

Tabel 4.3

Hasil Uji *Chow Test*

| Effects Test | Prob. |
|--------------------------|--------|
| Cross-section Chi-square | 0.0000 |

Sumber: Disajikan dilampiran 7.

Dari hasil uji *Chow Test* diatas menunjukkan bahwa nilai probabilitas sebesar 0.0000 (<5%), sehingga H₀ ditolak dan menerima H₁,

maka model estimasi *Fixed effect* lebih tepat digunakan dibandingkan dengan model estimasi *Common Effect*.

b. *Hausman Test*

Apabila dalam uji *chow* terpilih *Fixed Effect Model* (FEM) maka untuk membandingkan model estimasi manakah yang lebih baik antara *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effects Model* (REM) maka diperlukan uji hausman (Gujarati dan Porter, 2009). Dikarenakan uji *Chow* dalam penelitian ini menolak H_0 atau menerima H_1 dan memilih model *fixed effect* maka perlu diuji kembali menggunakan uji *hausman*. Hipotesis sebagai berikut yang digunakan dalam uji hausman:

H_0 : memilih menggunakan model estimasi *random effect*.

H_1 : memilih menggunakan estimasi model *fixed effect*.

Untuk melakukan uji *Hausman* maka dapat melihat dari nilai *P-value*. Apabila *p-value* signifikan ($\leq 5\%$) maka model yang digunakan adalah model estimasi *fixed effect*. Sebaliknya bila *p-value* tidak signifikan ($\geq 5\%$), maka model yang digunakan adalah model estimasi *random effect*.

Hasil uji pemilihan model pengujian data panel menggunakan uji *Hausman* adalah sebagai berikut :

Tabel 4.4

Hasil estimasi *Hausman Test*

| Test Summary | Prob. |
|----------------------|--------|
| Cross-section random | 0.9581 |

Sumber: Disajikan dilampiran 8.

Pada hasil uji *Hausman Test* diatas menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,9581 (>5%) yang berarti intersep untuk semua unit *Cross Section* adalah sama, sehingga H_0 diterima dan H_1 ditolak, dengan demikian metode estimasi *Random Effects* lebih baik digunakan daripada metode *Fixed Effect*, namun hal tersebut tidak menutup kemungkinan metode estimasi *Common Effect* lebih baik dari metode estimasi *Random Effect*. Oleh karena itu setelah Uji *Hausman* masih perlu dilakukan lagi Uji *Lagrange Multiplier*

c. Uji *Lagrange Multiplier*

Uji *Lagrange Multiplier* merupakan pengujian untuk menentukan penggunaan metode antara *random effect* atau *common effect*. Hipotesis uji *Lagrange Multiplier* adalah :

H_0 : *Common Effect Model*

H_1 : *Random Effect Model*

Pada Uji *Lagrange Multiplier* dilihat dari probabilitas *Breusch-Pagan* apabila nilai probabilitas (>5%) maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, jika Probabilitas *Breusch-Pagan* (<5%) maka H_0 ditolak dan H_1 diterima.

Hasil uji pemilihan model pengujian data panel menggunakan uji *Lagrange Multiplier* adalah sebagai berikut :

Tabel 4.5
Hasil Uji *Lagrange Multiplier*

| | | | |
|---------------|----------|----------|----------|
| Breusch-Pagan | 114.7231 | 1.318626 | 116.0417 |
| | (0.0000) | (0.2508) | (0.0000) |

Sumber: Disajikan dilampiran 9.

Berdasarkan tabel di atas, nilai probabilitas *Breusch-Pagan* adalah 0,00000 lebih kecil dari *alpha* 5% dan menolak hipotesis nol. Sehingga menurut Uji *Langrange Multiplier*, yang paling tepat digunakan untuk pengujian data panel adalah dengan metode estimasi *random effect model*.

Kesimpulan dalam pengujian model (*Chow Test*, *Hausman Test* dan *Langrange Multiplier Test*) didapatkan model yang terbaik yaitu model *Random Effects*, sehingga metode estimasi yang paling baik digunakan sebagai pengujian data panel adalah *Random effects Model*.

3. Hasil Uji Regresi Data Panel

Berdasarkan hasil pemilihan model terbaik yang telah dilakukan sebelumnya, model terbaik yang bisa digunakan dalam penelitian ini adalah *random effect model*. Maka peneliti dalam penelitian ini melakukan estimasi dengan *Random Effect Model* dan hasilnya adalah sebagai berikut:

Tabel 4.5
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: Disajikan dilampiran 10.

Hasil estimasi *Random Effect Model* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$NIP = \alpha + \beta_1 KIN + \beta_2 KPN + \beta_3 KDV + \beta_4 MIN + \beta_5 KPM + e$$

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

Keterangan:

NIP= Nilai perusahaan

α = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = koefisien

KIN= Keputusan Investasi

KPN= Keputusan Pendanaan

KDV= Kebijakan Dividen

MIN= Modal Intelektual

KPM= Kepemilikan Manajerial

e = Error

4. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik meliputi Uji Normalitas, Uji Multikolinearitas, Uji Heteroskedastisitas dan Uji Autokorelasi. 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 *Best Linear Unbiased Estimator* (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”.

Uji Normalitas tidak dilakukan dalam penelitian ini, berdasarkan teori *central limit* dalam (Gujarati & Porter, 2009) apabila sampel penelitian dalam jumlah banyak maka data akan terdistribusi secara normal.

”By the central limit theorem (CLT) of statistics, it can be shown that if there are a large number of independent and identically distributed random variables, then with a few exceptions the distribution of their sum tends to a normal distribution.”

Dalam *Generalized Least Squares (GLS)* (Gujarati & Porter, 2009) menjelaskan bahwa model estimasi tersebut dapat memanfaatkan informasi yang tersedia secara maksimal, dalam penelitian mereka dengan memasukkan sifat dari heteroskedastisitas dan autokorelasi secara langsung kedalam prosedur estimasi dengan mentransformasikan variable. Sehingga hal tersebut menjadi alasan kenapa estimasi GLS BLUE, bukan OLS.

“In GLS we incorporate any additional information we have (e.g., the nature of the heteroscedasticity or of the autocorrelation) directly into the estimating procedure by transforming the variables. Intuitively, this is the reason why the GLS estimator is BLUE and not the OLS estimator—the GLS estimator makes the most use of the available information.”

Uji Multikolinieritas menurut (Gujarati & Porter, 2009) tidak wajib dilakukan karena estimasi yang digunakan sudah BLUE.

“But multicollinearity violates no regression assumptions. Unbiased, consistent estimates will occur, and their standard errors will be correctly estimated. The only effect of multicollinearity is to make it hard to get coefficient estimates with small standard error.”

5. Uji Statistik

a. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien Determinasi (R^2) dilakukan untuk menguji pengaruh variable independen, yaitu profitabilitas, keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan deviden terhadap variabel dependen yaitu nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai koefisien determinasi (R^2), maka semakin besar pengaruh variable independen terhadap variable dependen. Nilai *adjusted R Square* ditunjukkan pada tabel 4.7 sebagai berikut

Tabel 4.6
Uji Koefisien Determinasi

| | |
|--------------------|----------|
| R-squared | 0.236636 |
| Adjusted R-squared | 0.202859 |

Sumber: Disajikan dilampiran 10.

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.

b. Uji Signifikan Simultan (F-Test)

Uji F dilakukan untuk menguji apakah secara serentak variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen dengan baik, serta menguji apakah model yang digunakan telah *fix* atau tidak. Apabila nilai probabilitas <5% maka terdapat pengaruh secara bersama-sama variabel independen terhadap variabel dependen. Apabila nilai probabilitas >5% maka tidak terdapat pengaruh bersama-sama variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil uji statistic F ditunjukkan pada tabel 4.7 yakni:

Tabel 4.7
Uji Statistik F

| | |
|-------------------|----------|
| F-statistic | 7.005789 |
| Prob(F-statistic) | 0.000010 |

Sumber: Disajikan dilampiran 10.

Pada tabel 4.7 Nilai prob F-statistik pada model sebesar 0,000010 < 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi yang diperoleh dapat diandalkan atau model sudah layak digunakan untuk memprediksi pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen.

c. Uji t-statistik

Berdasarkan Tabel 4.5 maka dapat diidentifikasi dari masing-masing pengaruh variabel seperti berikut:

1) Keputusan Investasi (KIN)

Hasil Hasil regresi *random effect* menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi profitabilitas sebesar 0,7999. Pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$; maka koefisien regresi tersebut tidak signifikan karena signifikansi $0,7999 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa

keputusan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga H1 ditolak.

2) Keputusan Pendanaan (KPN)

Hasil Hasil regresi *random effect* menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi profitabilitas sebesar 0,5221. Pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$; maka koefisien regresi tersebut tidak signifikan karena signifikansi $0,5221 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga H2 ditolak.

3) Kebijakan Dividen (KDV)

Hasil Hasil regresi *random effect* menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi profitabilitas sebesar 0,0290. Pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi $0,0290 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga H3 diterima.

4) Modal Intelektual (MIN)

Hasil Hasil regresi *random effect* menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi profitabilitas sebesar 0,0000. Pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi $0,0000 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga H4 diterima.

5) Kepemilikan Menejerial (KPM)

Hasil Hasil regresi *random effect* menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi profitabilitas sebesar 0,0165. Pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi $0,0165 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga H4 diterima.

6. Interpretasi Hasil Regresi *Random Effect Model*

Pada pemilihan model regresi dengan menggunakan *Chow Test*, *Hausman Test* dan *Lagrange Multiplier Test* telah terpilih model yang paling tepat digunakan dalam penelitian ini adalah *Random Effect Model* (REM). Berikut ini adalah hasil regresi dengan menggunakan *Random Effect Model*:

a. Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji hipotesis (uji-t), variabel keputusan investasi (KIN) yang di proksikan dengan *Total Assets Growth* berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's Q. 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.

Selain itu preferensi investor terhadap investasi yang dilakukan oleh perusahaan yaitu jangka panjang dan investasi jangka pendek juga mempengaruhi nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui pengeluaran-pengeluaran investasi yang ditetapkan manajemen dimasa mendatang. Akan tetapi, hal ini berarti pengeluaran investasi yang dilakukan bersifat jangka panjang. Pada kenyataannya pengeluaran investasi juga tidak memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan akan tumbuh dimasa mendatang. Perusahaan berharap dengan mengeluarkan investasi, investor akan tertarik untuk berinvestasi di perusahaan tersebut, namun pada kenyataannya pengeluaran investasi yang diharapkan akan meningkatkan laba perusahaan tidak dapat dilihat dalam jangka waktu pendek. Perusahaan dapat melihat *return* dari investasi yang dilakukan setelah lima atau sepuluh tahun kedepan. Risiko investasi yang akan ditanggung dimasa mendatang, sesuai dengan besaran investasi yang dilakukan, sehingga mempengaruhi kepercayaan investor untuk menginvestasikan dananya di perusahaan tersebut. Oleh karena itu, keputusan investasi yang tinggi tidak mampu untuk meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan.

Hasil yang diperoleh sesuai dengan penelitian (Eveline & Amanah, 2005), bahwa keputusan investasi tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

b. Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji hipotesis, variabel keputusan pendanaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan pendanaan yang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan sesuai dengan teori Modigliani dan Miller menyatakan bahwa seberapa 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.

Selanjutnya (Modigliani & Miller, 1958) menyatakan bahwa dengan adanya pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Namun demikian penggunaan hutang yang terlalu tinggi dan melampaui titik optimal penggunaan hutang maka akan menurunkan nilai perusahaan, karena manfaat dari penghematan pajak dengan hutang lebih kecil dari biaya yang ditimbulkannya yaitu biaya bunga hutang dan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan (*agency cost*) yaitu biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor. Bila perusahaan tidak mampu membiayai biaya yang ditimbulkan tersebut maka akan menimbulkan kebangkrutan.

Dalam *Trade Of Theory* juga dijelaskan bahwa semakin tinggi perusahaan melakukan pendanaan menggunakan hutang maka semakin besar pula resiko mereka untuk mengalami kesulitan keuangan karena membayar bunga tetap yang terlalu besar bagi para *debtholder* dan dapat menyebabkan timbulnya kebangkrutan.

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian (Akbar & Hindasah, 2007) dan (Ramadhani, 2017) yang mana keputusan pendanaan berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

c. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa variabel independen kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut menjelaskan bahwa dengan perusahaan membagikan dividen maka akan mempengaruhi nilai perusahaan. Kondisi itu dikarenakan kebijakan dividen berhubungan dengan seberapa banyak keuntungan yang diperoleh investor yang nantinya akan mencerminkan kesejahteraan investor. Kesejahteraan investor itu sendiri merupakan tujuan utama perusahaan, sehingga kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan harus dapat meningkatkan kesejahteraan investor. Peningkatan kesejahteraan investor tersebut dapat dilakukan dengan pembagian dividen yang semakin besar oleh perusahaan kepada investor, sehingga perusahaan akan dianggap baik dan pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan.

Peningkatan nilai perusahaan yang ditentukan dari kebijakan dividen juga dijelaskan di teori *bird in the hand*, bahwa penerimaan dividen di masa sekarang dapat mengatasi ketidak pastian di masa mendatang. Teori ini juga memberikan penjelasan bahwa 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.

d. Pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan

Modal intelektual merupakan pengetahuan karyawan maupun organisasi serta kemampuan mereka dalam menciptakan nilai tambah. Dalam penelitian ini modal intelektual memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dijelaskan oleh teori *stakeholder* bahwasanya perusahaan dalam mengelola bisnisnya tidaklah hanya berorientasi pada dirinya sendiri tetapi harus mampu memberikan manfaat bagi para *stakeholder* diantaranya perusahaan itu sendiri, karyawan, pelanggan, pemegang saham, supplier dan lingkungan dalam segala aspek operasional perusahaan (Ulum *at all.*, 2008).

Dalam memberikan manfaat tersebut perusahaan dapat melakukannya dengan memanfaatkan seluruh potensi atau kekayaan intelektual perusahaan baik pemanfaatan modal atau sumber dana yang ada (*physical capital*), pemanfaatan modal struktural atau laba bersih yang digunakan sebagai pendukung dari sumber daya manusianya serta pemanfaatan dari *human capitalnya* atau biaya yang dikeluarkan untuk karyawan. Ketika perusahaan dapat memanfaatkan komponen-komponen modal intelektual tersebut secara efisien, perusahaan akan mampu menciptakan nilai tambah (*value added*) bagi organisasi, ketika *value added* perusahaan meningkat kinerja keuangan perusahaan meningkat, perusahaan yang memiliki kinerja keuangan bagus

maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Wujud nyata dari *stakeholder theory* adalah ketika perusahaan mampu mengoptimalkan masing-masing komponen dari modal intelektual yang dimiliki maka perusahaan akan mampu memberikan manfaat bagi perusahaan itu sendiri, bagi karyawan, pelanggan, pemegang saham, supplier maupun manfaat bagi lingkungan dalam segala aspek operasional perusahaan.

Pemanfaatan modal intelektual melalui efisiensi *physical capital/capital employed* (modal perusahaan) maka dengan modal yang sedikit perusahaan akan dapat meningkatkan penjualan, ataupun dengan modal yang besar tetapi diiringi dengan penjualan yang semakin besar. Melalui efisiensi *human capital* (beban karyawan berupa gaji dan tunjangan) maka dengan dengan gaji dan tunjangan yang rendah maka perusahaan akan dapat meningkatkan penjualan, ataupun dengan gaji dan tunjangan yang tinggi tetapi diiringi dengan penjualan yang semakin meningkat lagi. Dengan gaji dan tunjangan yang lebih besar diharapkan dapat memotivasi karyawan untuk dapat meningkatkan produktivitasnya selama proses produksi. Melalui efisiensi *struktural capital* berarti dengan biaya sarana dan prasarana pendukung yang rendah perusahaan akan dapat meningkatkan penjualan, sedangkan dengan modal biaya sarana dan prasarana yang tinggi diiringi dengan peningkatan penjualan. Dari Penjualan yang semakin meningkat akan meningkatkan laba perusahaan. Apabila laba perusahaan meningkat maka kemakmuran dari para pemegang saham akan terjamin. Selain itu dengan peningkatan laba akan membuat investor tertarik

untuk menanamkan modalnya di perusahaan, harga saham sebagai indikator nilai perusahaan pun akan meningkat.

Sehingga pemanfaatan modal intelektual dengan efisiensi setiap komponennya akan memberikan manfaat bagi seluruh (*stakeholder*) baik perusahaan itu sendiri dengan peningkatan pendapatan dan nilai perusahaannya, maupun pihak-pihak yang memiliki kepentingan dengan perusahaan seperti karyawan yakni dengan bertambahnya gaji ataupun tunjangan yang diberikan, pelanggan yakni dengan kualitas produk yang semakin mengingkat akibat dari gaji dan tunjangan yang meningkat, pemegang saham yakni dengan peningkatan laba maka kemungkinan dividen yang akan dibagikan perusahaan lebih besar, supplier yakni ketika penjualan perusahaan meningkat maka perusahaan akan terus membutuhkan suplay kebutuhan yang lebih banyak sehingga penjualan supplier pun meningkat, maupun manfaat bagi lingkungan dalam segala aspek operasional perusahaan.

Menurut (Appuhami, 2007) bahwa semakin besar nilai modal intelektual (VAIC) semakin efisien perusahaan dalam pemanfaatan dan penggunaan modal intelektual perusahaan (*human capital, structural capital dan capital employed*), sehingga menciptakan nilai tambah bagi perusahaan. Selain itu hasil penelitian dari (Chen *et.al*, 2005) diketahui bahwa investor cenderung akan membayar lebih tinggi atas saham perusahaan yang memiliki sumber daya intelektual yang lebih dibandingkan terhadap perusahaan dengan sumber daya intelektual yang rendah. Harga yang dibayar oleh investor tersebut mencerminkan nilai perusahaan.

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.

e. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa variabel independen kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Proporsi kepemilikan saham oleh pihak manajemen merupakan salah satu langkah yang dapat dilakukan perusahaan untuk menekan terjadinya konflik *agency* dalam suatu perusahaan, dikarenakan manajemen akan sangat berhati-hati dalam mengambil setiap keputusan terkait perusahaan dimana keputusan yang diambil juga akan berdampak pada dirinya selaku pemegang saham.

Semakin meningkatnya jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen, akan mempererat status kekayaan manajemen secara pribadi dengan kekayaan perusahaan. 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.

Hal ini sesuai dengan teori *agency* bahwa kepemilikan saham oleh manajer akan menurunkan kecenderungan untuk melakukan tindakan mengkonsumsi secara berlebihan (Muid, 2013). (Jensen dan Meckling, 1976) juga memiliki pendapat yang sama bahwa agar kepentingan antara pihak

manajemen dan pihak pemegang saham dapat disejajarkan. Manajer yang bekerja untuk meningkatkan kesejahteraan pemilik sekaligus dirinya sendiri dalam struktur kepemilikan saham manajerial kinerjanya akan semakin meningkat sehingga nilai perusahaan juga akan mengalami peningkatan.

Hasil penelitian juga didukung oleh penelitian (Taswan, 2003) dengan adanya sebagian proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh manajemen, maka hal tersebut akan menjadikan pihak manajemen bisa merasakan manfaat dari keputusan-keputusan yang diambilnya. Begitu pun sebaliknya, risiko-risiko akibat kesalahan pengambilan keputusan juga dapat secara langsung dirasakan dampaknya.