

PENGARUH KEBIJAKAN HUTANG TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL MODERASI

SUBARAMAN DESMON ASA NAINGGOLAN
AGUNG LISTIADI

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya,
Kampus Ketintang, Surabaya 60231
Email: dsubaraman@gmail.com

Abstract : *The purpose is to describe the effect of debt policy to firm value with dividend policy as a moderating variable. The first hypothesis is the positive effect of debt policy towards firm value, second the effect of dividend policy on a relationship between debt policy and firm value. The data used are secondary data obtained from the annual reports and financial statements published by each company. Methods used in determining the amount of the sample using purposive sampling method, and then performed classical assumption on the data using Moderated Regression Analysis (MRA) as an analytical instrument. The result showed that debt policy had a negative effect the firm value, but dividend policy can not moderate the relationship between debt policy of firm value.*

Keywords: *debt policy, dividend policy, and firm value.*

PENDAHULUAN

Pada dasarnya perusahaan memiliki suatu tujuan yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemilik saham perusahaan. Kesejahteraan pemegang saham yang maksimal tersebut dapat terwujud apabila nilai perusahaan dimaksimalkan. Harga saham merupakan pencerminan dari nilai perusahaan. Dengan demikian pemegang saham menginginkan manajer membuat keputusan yang dapat meningkatkan harga saham. Untuk memaksimalkan nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu kebijakan atau keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Sukirni, 2012). Kebijakan keuangan itu yakni kebijakan investasi, kebijakan hutang atau keputusan pendanaan dan kebijakan dividen.

Setiap emiten akan berusaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan agar dapat

memakmurkan investornya. Investor menginvestasikan dana bertujuan memaksimalkan kekayaan yang didapat dari dividen atau *capital gain*, sedangkan manajemen berusaha memaksimalkan kesejahteraan investor dengan membuat keputusan yang baik berupa kebijakan dividen dan pendanaan. Dalam membuat keputusan sumber pendanaan yang tepat, manajemen harus memperhatikan manfaat dan biaya yang ditimbulkan, apakah menggunakan pendanaan internal (*retained earnings* atau depresiasi) atau eksternal (utang dan ekuitas) atau kedua-duanya. Karena setiap sumber dana mempunyai konsekuensi dan karakteristik finansial yang berbeda (Meythi, 2012).

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang dilakukan perusahaan untuk mendanai operasinya dengan menggunakan hutang keuangan atau yang biasa disebut dengan *financial leverage* atau *leverage* keuangan. *Leverage* keuangan adalah praktik pendanaan sebagian aktiva perusahaan dengan sekuritas yang

menanggung beban pengembalian tetap dengan harapan bisa meningkatkan pengembalian akhir bagi pemegang saham (Keown *et al.*, 2010:121).

Dalam beberapa tahun ini properti dan *real estate* tumbuh dengan pesat. Hal ini terbukti dengan adanya laporan peringatan dari Bank Dunia. Bank Dunia belum lama ini memberi peringatan terhadap pertumbuhan sektor properti Indonesia, khususnya di Jakarta. Dalam laporannya berjudul "Perkembangan Triwulanan Perekonomian Indonesia" pada pertengahan Maret 2013, Bank Dunia memberikan peringatan bahwa sektor properti Indonesia dikhawatirkan akan berisiko mengalami *estate bubble*.

Perkembangan sektor *property, real estate & building construction* merupakan salah satu indikator dari pertumbuhan ekonomi suatu negara. Investasi di properti merupakan investasi yang menjanjikan di masa yang akan datang dan hampir menjadi pilihan investasi yang aman bagi setiap investor. Dari data rata-rata indeks harga sektoral berbagai sektor di BEI tahun 2009-2012 menunjukkan bahwa sektor *property, real estate* dan *building constructions* memiliki rata-rata indeks yang terendah. Kondisi ini tidak sesuai dengan kenyataan yang ada bahwa seharusnya perkembangan sektor properti sewajarnya diimbangi dengan harga saham yang tinggi juga pada sektor tersebut.

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sukirni (2012) menyatakan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini juga membenarkan penelitian dari Cheng dan Tzeng (2009), Wijaya (2010), Rustendi dan Jimmi (2008), Ansori dan Denica (2010), dan Solikahan (2013) yang menyatakan hal yang sama. Sedangkan penelitian yang

dilakukan oleh Setiawan (2009), Sudiyatno dan Puspitasari (2010) dan Sari (2014) menyatakan kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Hidayat (2012), Sari (2012), Mahendra (2011) dan Majunantha (2013) menyatakan kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali (Husnan, 2010:381). Jadi, setiap perubahan dalam kebijakan pembagian akan mempunyai pengaruh yang saling bertentangan. Dengan demikian, kebijakan dividen yang optimal akan menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang yang memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston, 2001:66).

Kebijakan dividen menarik digunakan sebagai variabel moderasi antara kebijakan hutang dan nilai perusahaan dalam penelitian ini, karena kebijakan dividen merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan atau kebijakan hutang perusahaan yang menyangkut pembelanjaan internal perusahaan sehingga dapat diketahui pengaruhnya terhadap nilai perusahaan atau harga saham perusahaan. Kebijakan dividen ini juga menjadi pusat perhatian banyak pihak sebagai pemegang saham, kreditor, maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan. Dividen memiliki informasi sebagai syarat prospek perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja perusahaan akan dianggap baik, dan pada akhirnya penilaian terhadap

perusahaan yang tercermin melalui harga saham akan semakin baik pula. Hasil penelitian mengenai kebijakan dividen sebagai pemoderasi antara kinerja keuangan dan nilai perusahaan sebelumnya yang dilakukan oleh Erlangga (2009) pada perusahaan manufaktur yang menemukan kebijakan dividen mampu memoderasi kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Berbeda dengan Mahendra (2011) dan Meythi (2012) yang menemukan kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Dari latar belakang yang telah diuraikan, maka penting untuk meneliti apakah kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan apakah kebijakan dividen memperkuat kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.

KAJIAN PUSTAKA

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang dilakukan perusahaan untuk mendanai operasinya dengan menggunakan hutang keuangan atau yang biasa disebut dengan *financial leverage*. *Leverage* keuangan adalah praktik pendanaan sebagian aktiva perusahaan dengan sekuritas yang menanggung beban pengembalian tetap dengan harapan bisa meningkatkan pengembalian akhir bagi pemegang saham (Keown *et al.*, 2010:121).

Teori yang menjelaskan mengenai kebijakan hutang diantaranya yaitu *Trade Off Theory* dan *Pecking Order Theory*. *Trade Off Theory* menggambarkan tentang keputusan kontroversi utang-ekuitas perusahaan antara perlindungan pajak bunga dan biaya masalah keuangan. Nilai perusahaan dengan utang akan semakin meningkat dengan meningkatnya hutang, tetapi pada titik tertentu nilai tersebut akan

turun. Gabungan teori antara teori struktur modal MM dengan memasukkan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan mengindikasikan adanya *trade-off* antara penghematan pajak dan utang dengan biaya keuangan. Jadi, diperlukan tingkat utang yang optimal pada titik tertentu agar nilai perusahaan naik dan tidak timbul biaya kebangkrutan (Hanafi, 2010:309).

Pecking Order menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Hanafi, 2004:313). Penggunaan hutang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk hutang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham. Menurut Brealey *et al.*, (2008:25), urutan pendanaan menurut teori *pecking order* adalah Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, karena dana ini terkumpul tanpa mengirimkan sinyal sebaliknya yang dapat menurunkan harga saham. Jika dana eksternal dibutuhkan, perusahaan menerbitkan utang lebih dahulu dan hanya menerbitkan ekuitas sebagai pilihan terakhir. *Pecking order* ini muncul karena penerbitan utang tidak terlalu diterjemahkan sebagai pertanda buruk oleh investor bila dibandingkan dengan penerbitan ekuitas.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali (Husnan, 2010:381).

Sutrisno (2001) dalam Rosdini (2009) mendefinisikan kebijakan dividen adalah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran

dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan. Secara umum suatu perusahaan harus menetapkan kebijakan dividen yang nantinya dapat memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham.

Menurut Sjahrial (2007:311) menyatakan bahwa beberapa teori tentang kebijakan dividen, yaitu: *Dividend Irrelevance Theory* (Teori ketidakrelevanan dividen) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modal. Modigliani dan Miller (1961) menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, dengan demikian nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasinya jadi menurut Modigliani dan Miller dividen tidak relevan. Ketidakrelevanan dividen menyatakan bahwa nilai sekarang dividen di masa mendatang tidak berubah sekalipun kebijakan dividen berubah baik waktu maupun besarnya dividen sehingga perusahaan tidak mampu menciptakan nilai dengan merubah kombinasi dividen maupun laba yang ditahan.

The Bird in The Hand Theory menyatakan bahwa biaya modal perusahaan sendiri akan naik jika *dividend payout ratio* (DPR) rendah karena investor lebih suka menerima dividen dibanding *capital gain* dimana dividen mempunyai risiko yang lebih kecil dibanding *capital gain*. Dengan dilakukannya pembayaran dividen maka dapat mengurangi ketidakpastian yang selanjutnya dapat mengurangi risiko sehingga pada akhirnya mengurangi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham.

Tax Preference Theory menyatakan karena adanya pajak terhadap dividen dan *capital gain*.

Para investor lebih menyukai *capital gain* hal ini dikarenakan dapat menunda pembayaran pajak dalam *capital gain*. Oleh sebab itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* tinggi dan *capital gain* rendah daripada *dividen yield* rendah dan *capital gain* tinggi.

Signalling Hypotesis Theory menyebutkan bahwa jika ada kenaikan dividen maka sering diikuti dengan kenaikan harga saham, demikian sebaliknya. Menurut Modigliani dan Miller kenaikan dividen biasanya merupakan suatu sinyal atau tanda kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan satu penghasilan yang baik dimasa mendatang, dan sebaliknya.

Clientele Effect Theory berpendapat bahwa terdapat dua kelompok yang memiliki kepentingan berbeda, yaitu kelompok pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *dividend payout ratio* (DPR) yang tinggi, begitu sebaliknya.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham merupakan pencerminan nilai perusahaan. Pada dasarnya perusahaan memiliki suatu tujuan yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemilik saham perusahaan. Kesejahteraan pemegang saham yang maksimal tersebut dapat terwujud apabila nilai perusahaan dimaksimalkan. Tujuan memaksimumkan kemakmuran pemegang saham dapat ditempuh dengan memaksimumkan nilai sekarang atau *present value* semua

keuntungan pemegang saham yang diharapkan akan diperoleh di masa datang (Sartono, 2010:9).

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan 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.

Dalam penelitian ini Nilai Perusahaan menggunakan rasio Tobin's Q (Tobin's Q *ratio*). Rasio ini mirip dengan rasio nilai pasar terhadap nilai buku. Tobin's Q adalah nilai pasar dari aset perusahaan dibagi dengan biaya penggantinya. Menurut konsepnya, Tobin's Q lebih unggul daripada rasio nilai pasar terhadap nilai buku karena rasio ini berfokus pada berapa nilai perusahaan saat ini secara relatif terhadap berapa biaya yang dibutuhkan untuk menggantinya saat ini. Perusahaan dengan rasio Q yang tinggi adalah perusahaan-perusahaan yang cenderung memiliki peluang investasi yang lebih menarik atau keunggulan kompetitif yang signifikan (atau kedua-duanya). Sebaliknya, rasio nilai pasar terhadap nilai buku berfokus pada biaya historis yang kurang relevan (Margaretha, 2011).

Analisis Tobin's Q dapat diketahui jika $Q > 1$, menunjukkan nilai pasar perusahaan lebih tinggi dibandingkan nilai buku asetnya, sehingga nilai saham tersebut *overvalued*. Nilai saham yang tinggi maka nilai perusahaan juga tinggi. Sebaliknya jika rasio Tobin's Q menghasilkan nilai $Q < 1$, maka menunjukkan bahwa nilai buku aset perusahaan lebih besar dari nilai saham perusahaan, sehingga menunjukkan nilai saham tersebut dihargai rendah (*undervalued*)

sehingga nilai perusahaan juga rendah.

Kinerja Keuangan, Pengungkapan DPR dan Nilai Perusahaan

Hutang merupakan instrumen yang sangat sensitif terhadap nilai perusahaan. Modigliani dan Miller (1958) dalam Husnan (2010:331) menunjukkan bahwa sejauh pembayaran bunga bisa dipergunakan untuk mengurangi pajak, maka penggunaan hutang memberikan manfaat bagi pemilik perusahaan. Sebaliknya, pada titik tertentu penggunaan hutang tidak menguntungkan bila terjadi kebangkrutan dan perbedaan *personal tax* antar *income* dari ekuitas dan hutang (Husnan, 2010:331).

Kebijakan hutang berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modalnya. Namun apabila hutang tersebut dapat menghasilkan keuntungan, maka hutang akan dapat meningkatkan nilai perusahaan (Hidayat, 2013).

Adanya penggunaan hutang juga dapat mempengaruhi harga saham perusahaan. Perusahaan dengan penggunaan tingkat hutang yang lebih tinggi akan meningkatkan laba per lembar sahamnya yang akhirnya akan meningkatkan harga saham perusahaan yang berarti meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, penggunaan hutang yang terlampau tinggi juga akan meningkatkan risiko perusahaan, dimana biaya ekuitas akan meningkat yang selanjutnya akan menurunkan harga saham, yang berarti menurunkan nilai perusahaan, dengan demikian peningkatan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, namun pada titik tertentu akan dapat menurunkan nilai perusahaan.

Sukirni (2012) menyatakan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini juga didukung oleh Cheng dan Tzeng (2009), Wijaya (2010), Rustendi dan Jimmi (2008), Ansori dan Denica (2010), dan Solikahan (2013) yang menyatakan hal yang sama bahwa dengan adanya hutang, perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaannya.

Kebijakan dividen mempengaruhi pendapatan yang diharapkan, karena dividen merupakan bagian dari keputusan pendanaan, yaitu pendanaan internal berupa laba ditahan. Semakin besar laba bersih yang dibayarkan sebagai dividen semakin kecil laba ditahan, dan sebaliknya. Hal ini akan berdampak pada penggunaan sumber dana eksternal seperti utang dan penerbitan saham baru. Perusahaan yang dibelanjai dengan hutang seluruhnya, atau kombinasi hutang dengan modal sendiri, akan menghasilkan laba bersih yang berbeda-beda. Hal ini menunjukkan bahwa keputusan pendanaan dan dividen mempengaruhi pendapatan yang diharapkan (Sudana, 2009:9).

Menurut teori *signalling*, ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman kenaikan dividen, dan harga saham akan menurun jika ada pengumuman penurunan dividen. Artinya dividen dipakai sebagai sinyal oleh perusahaan. Jika perusahaan merasa bahwa prospek dimasa yang akan mendatang baik, pendapatan, aliran kas diharapkan meningkat atau diperoleh pada tingkat dimana dividen yang meningkat tersebut dibayarkan, maka perusahaan akan meningkatkan dividen. Pasar akan merespon positif kenaikan dividen tersebut. Hal ini sebaliknya terjadi, jika perusahaan merasa prospek di masa mendatang menurun, perusahaan akan menurunkan pembayaran dividennya. Pasar akan merespon negatif pengumuman

tersebut. Menurut teori tersebut, dividen mempunyai kandungan informasi, yaitu prospek perusahaan di masa mendatang (Hanafi, 2004:371).

Erlangga (2009) menyatakan bahwa kebijakan dividen mampu memoderasi atau memperkuat variabel kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Dengan adanya kebijakan dividen, kebijakan dividen diharapkan mampu turut serta bersama-sama menambah pengaruh positif kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan, teori, penelitian terdahulu, hubungan antar variabel, dan kerangka berpikir, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:
H₁: Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
H₂: Kebijakan dividen mampu dalam memoderasi pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.

METODE

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah kausal, yaitu untuk mendapatkan bukti hubungan sebab akibat (hubungan kausal). Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data sekunder dan sumber data diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI).

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *property, real estate dan building construction* yang terdaftar di BEI selama periode 2009-2012. Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*, kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan *property, real estate dan building construction* yang *listing* di BEI dan membagikan dividennya berturut-turut selama periode 2009-2012. Dari kriteria sampel yang telah ditentukan didapatkan 48 sampel. Sampel tersebut didapatkan dari

jumlah perusahaan *property, real estate dan building construction* yang terdaftar di BEI periode 2009-2012 sebanyak 57 perusahaan, kemudian perusahaan yang tidak *delisting* di BEI periode 2009-2012 berjumlah 54 perusahaan, serta perusahaan yang tidak membagikan dividen secara berturut-turut selama periode 2009-2012 ada 32 perusahaan, sehingga tersisa 12 perusahaan yang sesuai dengan kriteria. Dari 12 perusahaan tersebut dikalikan dengan 4 periode, sehingga didapatkan 48 sampel penelitian.

Variabel penelitian ini dikelompokkan menjadi tiga yaitu variabel independen, variabel moderasi, dan variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini yaitu kebijakan hutang. Variabel moderasi yang digunakan yaitu kebijakan dividen. Sedangkan variabel dependen yang digunakan yaitu nilai perusahaan.

Kebijakan hutang ialah kebijakan perusahaan untuk mendanai segala bentuk operasinya dengan menggunakan hutang keuangan. Hutang keuangan ini dilakukan dengan tujuan membiayai aktivitas-aktivitas perusahaan baik dalam hal pengoperasian perusahaan maupun untuk investasi. Dalam pengukuran kebijakan hutang dipenelitian ini diproksikan dengan DER. Menurut Sukirni (2012) rasio ini diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Jumlah modal sendiri}}$$

Kebijakan dividen ialah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan (Rosdini, 2009). Dalam pengukuran kebijakan dividen ini dapat diproksikan dengan menggunakan DPR. Menurut Wild (1995) dalam Hidayat (2013) rasio ini diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen tunai per saham}}{\text{Laba per Saham}}$$

Nilai perusahaan merupakan pencerminan dari harga saham. Nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran untuk pemegang saham secara maksimal apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka semakin tinggi kemakmuran para pemegang saham. Dalam variabel ini pengukurannya menggunakan rasio Tobin's Q. Menurut Meythi (2012) rasio ini diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\Sigma \text{ hutang} + (\Sigma \text{ saham} \times \text{harga saham})}{\Sigma \text{ asset}}$$

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik dokumentasi. Data sekunder yang digunakan berupa *annual report* perusahaan *property, real estate dan building construction* yang terdaftar di BEI tahun 2009-2012.

Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan uji moderasi MRA. Model regresi yang baik diharuskan memenuhi beberapa asumsi yang disebut sebagai asumsi klasik, jadi sebelum dilakukan uji MRA dilakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu. Uji asumsi klasik yang digunakan yaitu uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi (Ghozali, 2012). Setelah pengujian asumsi klasik dan uji MRA, variabel moderasi tersebut digolongkan sesuai dengan jenisnya.

Tabel 1 Jenis Variabel Moderai

	Berhubungan dengan criterion dan atau predictor	Tidak berhubungan dengan criterion dan predictor
Tidak berinteraksi dengan predictor	1 Intervening, Exogen, Antecedent, Predictor	2 Homologizer Moderator
Berinteraksi dengan predictor	3 Quasi Moderator	4 Pure Moderator

Sumber: Ghozali (2012:224)

HASIL

Berdasarkan hasil uji normalitas menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan tingkat signifikansi sebesar 0,981 nilainya $> 0,05$, sehingga disimpulkan bahwa data berdistribusi secara normal. Hasil uji multikolinearitas menunjukkan nilai *tolerance* 0,974 yaitu $> 0,10$ dan nilai VIF sebesar 1,027 yaitu < 10 , sehingga model regresi tidak terjadi multikolinieritas. Hasil uji heterokedastisitas dengan melihat grafik plot. Dari grafik tersebut diketahui titik-titik menyebar secara acak tersebar diatas dan dibawah atau disekitar angka 0 pada sumbu Y, sehingga dinyatakan tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil uji autokorelasi dengan *run test* menunjukkan nilai test adalah -0,00021 dengan probabilitas signifikansi 0,307 yaitu nilai signifikansi $> 0,05$, maka model regresi terbebas dari autokorelasi.

Setelah memenuhi uji asumsi klasik, kemudian dilakukan uji moderasi dengan menggunakan uji MRA. Dalam uji MRA terdapat tiga tahapan. Berikut tabel 2 ringkasan regresi uji MRA:

Tabel 1 Ringkasan hasil uji MRA

Persamaan	Model	Unst. Coeff B	T	Sig.
I	(constant)	1,816	16,841	,000
	DER	-,125	-2,964	,005
II	(constant)	1,733	14,214	,002
	DER	-,116	-2,729	,009
	DPR	,167	1,399	,169
III	(constant)	1,884	13,484	,000
	DER	-,302	-2,979	,005
	DPR	-,489	-1,412	,165
	DER*DPR	,756	2,010	,051

Sumber: diolah penulis (2014)

Pada tabel 2 menunjukkan hasil ketiga tahapan regresi uji MRA. Pada persamaan I uji MRA menjelaskan bagaimana pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan tabel 2 uji moderasi persamaan I diketahui bahwa nilai t hitung sebesar -2,964 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,005 yaitu signifikansinya dibawah 0,05, dengan demikian

dapat disimpulkan bahwa H1 dalam penelitian ini ditolak yaitu kebijakan hutang (DER) berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q).

Pada persamaan II uji MRA menjelaskan bagaimana variabel moderasi yaitu DPR dalam hubungan antara kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan tabel 2 hasil uji moderasi persamaan II diketahui bahwa hasil nilai t hitung sebesar 1,399 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,169 yaitu nilai signifikansinya diatas 0,05, disimpulkan bahwa DPR tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan demikian H2 dalam penelitian ini ditolak karena DPR tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Pada persamaan III uji MRA menjelaskan apakah DPR merupakan variabel moderasi atau semi moderasi. Berdasarkan tabel 2 hasil uji moderasi tahap III nilai t hitung DPR sebesar -1,412 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,165 diatas 0,05 dan nilai t hitung DER*DPR sebesar 0,165 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,051 diatas 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel Z atau DPR bukan merupakan variabel moderasi, tetapi termasuk variabel *homologizer*. Variabel *homologizer* adalah variabel yang mempengaruhi kekuatan hubungan, tetapi tidak berhubungan dengan variabel independen dan juga tidak berhubungan dengan variabel independen dan dependen.

PEMBAHASAN

Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang dilakukan perusahaan untuk mendanai operasinya dengan menggunakan hutang. Hutang merupakan instrumen yang sangat

sensitif terhadap nilai perusahaan. Se jauh pembayaran bunga bisa dipergunakan untuk mengurangi pajak, maka penggunaan hutang memberikan manfaat bagi pemilik perusahaan. Sebaliknya, pada titik tertentu penggunaan hutang tidak menguntungkan dan mengalami kebangkrutan bila terjadi gagal bayar.

Pemilihan penggunaan hutang dari pada penerbitan ekuitas sebagai sumber pendanaan tergantung keputusan masing-masing perusahaan. Tingkat hutang perusahaan akan mempengaruhi kegiatan operasi yang dijalankan perusahaan. Kebijakan hutang dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan semakin rendah DER perusahaan maka perusahaan dapat mengalokasikan laba yang didapat dengan menggunakannya sebagai dana untuk operasional perusahaan atau membagikan dividen kepada pemegang saham, dan sebaliknya.

Adanya penggunaan hutang juga dapat mempengaruhi harga saham perusahaan. Perusahaan dengan penggunaan tingkat hutang yang lebih tinggi akan meningkatkan laba per lembar sahamnya yang akhirnya akan meningkatkan harga saham perusahaan yang berarti meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, penggunaan hutang yang terlampau tinggi juga akan meningkatkan risiko perusahaan, dimana biaya ekuitas akan meningkat yang selanjutnya akan menurunkan harga saham, yang berarti menurunkan nilai perusahaan, dengan demikian peningkatan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, namun pada titik tertentu akan dapat menurunkan nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian diperoleh nilai t hitung pada interaksi Tobin's Q sebesar -2,964 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,005 dibawah 0,05. Sehingga hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil

negatif signifikan mendukung penelitian Setiawan (2009), Sari (2014) dan Sudiyatno dan Puspitasari (2010) yang menyatakan Kebijakan hutang (DER) memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan yang memiliki tingkat risiko yang tinggi. Risiko tersebut berhubungan dengan risiko pembayaran bunga yang umumnya tidak dapat ditutupi perusahaan.

Berdasarkan teori *trade off*, dengan asumsi titik target struktur modal optimal tercapai maka penggunaan hutang menurunkan nilai perusahaan. Hutang akan menambah beban tetap tanpa memperdulikan besarnya pendapatan. Semakin besar hutang semakin tinggi tingkat probabilitas kebangkrutan karena perusahaan tidak dapat membayar bunga dan pokoknya. Pihak manajemen harus memperhatikan penggunaan hutang, karena banyaknya hutang bisa menurunkan nilai perusahaan. Dengan tingginya rasio *leverage* menunjukkan rasio tidak *solvable*, ini menunjukkan respon negatif terhadap investor maka nilai perusahaan menurun (Sari, 2014). Besar kecilnya hutang yang dimiliki perusahaan masih diperhatikan oleh investor, karena investor lebih melihat bagaimana pihak manajemen perusahaan menggunakan dana tersebut dengan efektif dan efisien untuk mencapai nilai tambah bagi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh Sudiyatno dan Puspitasari (2010).

Pengaruh Kebijakan Dividen Dalam Mempengaruhi Hubungan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Kebijakan

yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan. Laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Penentuan berapa besar bagian laba bersih perusahaan yang akan dibagikan sebagai dividen, merupakan kebijakan manajemen perusahaan, dan akan mempengaruhi nilai perusahaan dan harga pasar saham. Kebijakan dividen dengan *dividend payout ratio* (DPR) menunjukkan semakin besar dividen yang dibayarkan berarti perusahaan memutuskan untuk menahan laba dalam jumlah yang sedikit yang menyebabkan semakin sedikit dana yang tersedia bagi perusahaan untuk melakukan investasi tingkat nilai yang diharapkan di masa mendatang menjadi semakin rendah dan hal tersebut bisa memberi tekanan pada harga saham, begitupula sebaliknya.

Dalam penelitian ini DPR tidak memoderasi atau memperkuat hubungan antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan yaitu terbukti dari hasil nilai t hitung sebesar 1,399 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,169 diatas 0,05. Jadi investor tidak akan melihat suatu perusahaan dari pembayaran dividen perusahaan tersebut. Hal ini sesuai dengan *irrelevant theory* yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1961) dalam Husnan (2010:331) yang berpendapat bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modal, namun nilai perusahaan tergantung pada kebijakan nilai investasi asetnya.

Berdasarkan hasil uji, nilai t hitung DPR sebesar -,1412 dengan probabilitas signifikansi 0,165 diatas 0,05 dan nilai t hitung DPR*DER sebesar 2,010 dengan probabilitas

signifikansi sebesar 0,51 diatas 0,50. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel Z atau DPR bukan merupakan variabel moderasi. Sehingga pada penelitian ini DPR berada pada posisi kuadran 2 yaitu bukan merupakan bukan moderasi karena tidak berinteraksi dengan variabel independen tetapi merupakan variabel *homologizer*.

Berdasarkan hasil penelitian, dapat diketahui bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dimana tinggi rendahnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, tidak berkaitan dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Kebijakan deviden merupakan hak pemegang saham untuk mendapatkan sebagian dari keuntungan perusahaan. Pembayaran dividen juga akan dapat mengurangi peluang investasi, dan kenyataannya investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen karena pajak *capital gain* lebih kecil daripada pajak dividen.

Penelitian ini didukung oleh Meythi (2012) dan Mahendra (2011) bahwa DPR tidak dapat memoderasi hubungan antara kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Masuknya kebijakan dividen tidak mampu secara signifikan memoderasi pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan pada saat hutang rendah dan kebijakan dividen tidak dapat menurunkan nilai perusahaan pada saat hutang tinggi.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, dapat diambil simpulan sebagai berikut:

Kebijakan hutang (DER) berpengaruh negatif dengan nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi hutang maka nilai perusahaan rendah dan semakin rendah hutang maka nilai

perusahaan tinggi. Penggunaan hutang harus hati-hati oleh pihak manajemen, karena semakin besar hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Besar kecilnya hutang yang dimiliki perusahaan masih diperhatikan oleh investor, karena investor lebih melihat bagaimana pihak manajemen perusahaan menggunakan dana tersebut dengan efektif dan efisien untuk mencapai nilai tambah bagi nilai perusahaan.

Variabel kebijakan dividen sebagai variabel moderating tidak dapat mempengaruhi hubungan antara kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa kegiatan kebijakan hutang tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan pada saat DPR perusahaan tinggi, dan sebaliknya kebijakan hutang tidak dapat menurunkan nilai perusahaan pada saat DPR perusahaan rendah. Hal tersebut dikarenakan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dimana tinggi rendahnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, tidak berkaitan dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Kebijakan dividen merupakan hak pemegang saham untuk mendapatkan sebagian dari keuntungan perusahaan. Pembayaran dividen juga akan dapat mengurangi peluang investasi, dan kenyataannya investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen karena pajak *capital gain* lebih kecil daripada pajak dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Ansori, Mokhamat dan Denica H. N. 2010. *Jurnal Analisis Manajemen* 4 (2): 153-175.
- Astuti, Dewi. 2004. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Ghalia.
- Brealey., Myers, dan Marcus. 2008. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan Jilid 2*. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan Buku 2*. Jakarta: Salemba Empat.
- Cheng, Ming-Chang dan Zuwei-Ching Tzeng. 2009. The effect of leverage on firm value and how the firm financial quality influence on this effect. *International Research Journal of Finance and Economics* 4 (7): 89-104.
- Erlangga, Enggar. 2009. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai perusahaan dengan pengungkapan CSR, *Good Corporate Governance*, dan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Akuntansi & Investasi* 10 (1): 57-70.
- Ghozali, Imam. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanafi, Mamduh M. 2004. *Manajemen Keuangan Edisi 1*. Yogyakarta: BPFE.
- Hidayat, Azhari. 2013. Pengaruh kebijakan hutang dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi* 1 (3): 1-27.
- Husnan, Suad. 2010. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang) Buku 1*. Yogyakarta: BPFE.
- Keown, Arthur J., John D. Martin, J. William Petty dan David F. Scott, JR. 2010. *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan Jilid 2*. Jakarta: Indeks.
- Mahendra, Alfredo. 2011. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan* 6 (2): 130-138.

- Manjunatha. 2013. Impact of debt-equity and dividend payout ratio on the value of the firm. *Global Journal of Commerce & Management Perspective* 2 (2): 18-27.
- Margaretha, Farah. 2011. *Manajemen Keuangan untuk Manajer Nonkeuangan*. Jakarta: Erlangga.
- Meythi. 2012. Dampak interaksi antara kebijakan hutang dan kebijakan dividen dalam menilai perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 16 (3): 407-414.
- Rosdini, Dini. 2009. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Akutansi dan Keuangan* 3 (2): 14-26.
- Sari, Indah Purnama. 2014. Pengaruh pertumbuhan perusahaan dan leverage terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan* 3 (5): 1-15.
- Sari, Oktavina Tiara. 2013. Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Management Analysis Journal*. 2 (2): 1-7.
- Sartono, Agus. 2010. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Setiawan, Stevanus Adree Cipto. 2009. Pengaruh keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis* 9 (1): 39-54
- Sjahrial, Dermawan. 2007. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Solikhah, Eka Zahra. 2013. Pengaruh leverage dan investasi terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen* 11 (3): 427-433.
- Sudana, I Made. 2009. *Manajemen Keuangan: Teori dan Praktik*. Surabaya: Airlangga University Press.
- Sudiyatno, Bambang dan Elen Puspitasari. 2010. Pengaruh kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan kinerja perusahaan sebagai variabel intervening. *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan* 2 (1): 1-22.
- Sukirni, Dwi. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Analisis terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal* 1 (2): 1-12.
- Rustendi, Tedi dan Farid Jimmi. 2008. Pengaruh hutang dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pada sektor manufaktur. *Jurnal Akuntansi* 3 (1): 411-422.
- The World Bank. 2013. *Perkembangan Triwulanan Perekonomian Indonesia*.
- Wijaya, Lihan R. P. 2010. Pengaruh Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Simposium Nasional Akutansi* 26 Purwokerto: 1-25.