

KEPUTUSAN INVESTASI, DIVIDEN DAN PENDANAAN EKSTERNAL: SINERGISITAS DALAM MENINGKATKAN NILAI PERUSAHAAN

Ely Siswanto

Abstrak : Keputusan investasi sangat penting dalam suatu perusahaan karena investasi merupakan indikator eksistensi suatu perusahaan. Para pemegang saham akan menganggap perusahaan tidak memiliki prospek positif jika tidak ada investasi baru. Di sisi lain, perusahaan harus membagikan dividen disebabkan dividen juga dapat digunakan oleh manajer sebagai isyarat tunggal tentang prospek perusahaan di masa depan. Adanya penurunan jumlah dividen yang dibayarkan (*dividen cut*) dianggap pemegang saham sebagai gejala penurunan tingkat kesehatan perusahaan. Akhirnya, manajer perlu membuat keputusan tentang pendanaan baik pendanaan internal maupun pendanaan eksternal untuk menjaga tingkat dividen yang konstan atau tingkat investasi tertentu agar tidak memunculkan kesan negatif terhadap prospek perusahaan. Jadi, kombinasi yang serasi terhadap ketiga bentuk keputusan dividen, investasi dan pendanaan eksternal dalam suatu perusahaan akan sangat mempengaruhi keberadaan perusahaan dan diharapkan dapat meningkatkan kekayaan perusahaan dan kekayaan para pemegang sahamnya yang tercermin dalam harga saham.

Kata Kunci : Investasi, Dividen, Pendanaan Eksternal, Nilai Perusahaan

PENDAHULUAN

Keputusan investasi adalah keputusan yang penting dalam suatu perusahaan. Investasi merupakan indikator bahwa suatu perusahaan maupun institusi bisnis itu eksis dan dinamis. Investasi dapat didefinisikan sebagai komitmen modal terhadap satu atau lebih aset yang diharapkan akan memberikan hasil di masa datang. (Jones, 1995). Aset tersebut bisa berupa aset riil (*physical asset*), bisa pula berupa aset finansial (*financial asset*). Yang termasuk aset riil antara lain gedung, mesin, peralatan dan sebagainya. Sedangkan yang termasuk dalam aset finansial diantaranya saham, obligasi, commercial paper dan lain sebagainya. Aktivitas investasi yang dimaksudkan dalam artikel ini adalah investasi dalam artian aset riil (*physical asset*). Keputusan untuk melakukan investasi secara teoretis dipengaruhi oleh besarnya cashflow yang dimiliki oleh perusahaan dan karakter sang agen/manajer (Asnawi dan Wijaya, 2005). Jika tersedia cashflow dan sang agen 'memanfaatkannya' sehingga melakukan investasi yang tidak optimal, maka diartikan manajer dalam melakukan aktivitas investasi mengikuti hipotesis free cash flow (FCF). Jika tersedia cashflow dan sang agen 'memanfaatkannya' sehingga melakukan investasi yang optimal, maka diartikan manajer dalam melakukan aktivitas investasi mengikuti hipotesis

Ely Siswanto adalah Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang

pecking order (POH). Dalam hal ini, *free cash flow* (FCF) selain untuk investasi, dapat pula digunakan sebagai sumber dana bagi pembayaran dividen. Karenanya dividen dapat dijadikan sebagai 'faktor kontrol' agar tidak terjadi *over investment*.

Di sisi lain, dividen juga dapat digunakan oleh manajer sebagai isyarat tunggal tentang prospek perusahaan di masa depan (Bhattacharya, 1979), (Miller dan Rock, 1985) dalam (Mougoue dan Mukherjee, 1994). Peningkatan dividen dipersepsikan oleh investor sebagai isyarat positif kondisi perusahaan saat ini dan prospek cerah dimasa mendatang. Sebaliknya, penurunan jumlah dividen yang dibagikan (*divident cut*) mengisyaratkan menurunnya kondisi perusahaan di masa mendatang karena tidak ada kegiatan investasi baru sehingga sebagian besar laba ditahan (*retained earning*) dialokasikan untuk pembayaran dividen.

Jika investasi telah ditentukan dengan tetap mempertimbangkan dividen yang dibagikan, pendanaan eksternal yang dianggap sebagai kebijakan residual, tidak kalah perlunya untuk dipertimbangkan. Sebab, dalam pendanaan eksternal melekat di dalamnya unsur biaya modal (*cost of capital*). Jika sumber pendanaan eksternal tidak tepat akan berakibat buruk pada kekayaan perusahaan yang otomatis akan mempengaruhi kemampuan investasi dan jumlah dividen yang dapat dibagikan. Ketidaksempurnaan pasar yang diakibatkan oleh asimetri informasi, biaya transaksi dan pajak telah membatasi fleksibilitas perusahaan untuk mengumpulkan dana baik secara internal maupun eksternal. Manajer berusaha menghindari pendanaan melalui ekuitas eksternal untuk mengantisipasi menurunnya harga saham akibat isyarat buruk dari investor.

Jadi, kombinasi yang serasi terhadap ketiga bentuk keputusan dividen, investasi dan pendanaan eksternal dalam suatu perusahaan akan sangat mempengaruhi keberadaan perusahaan tersebut dimasa mendatang. Kombinasi yang optimal tersebut diharapkan dapat meningkatkan kekayaan perusahaan dan kekayaan para pemegang sahamnya yang tercermin dalam harga saham.

Artikel ini mencoba memberikan gambaran tentang teori-teori keuangan maupun hasil investigasi beberapa pakar terhadap pola hubungan dan pola perilaku dari keputusan dividen, keputusan investasi dan keputusan pendanaan eksternal serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Keputusan Investasi dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya

Investasi dapat didefinisikan sebagai komitmen modal terhadap satu atau lebih aset yang diharapkan akan memberikan hasil di masa datang. (Jones, 1995). Keputusan investasi sangat berhubungan dengan perilaku bagaimana seorang pemilik modal (*investor*) memutuskan kelebihan pendapatannya (*saving*) untuk dikonsumsi atau diinvestasikan. Jadi keputusan investasi atau yang sering disebut sebagai *capital budgeting policy*, bertujuan mengalokasikan dana dalam bentuk aset tertentu yang diharapkan mendatangkan keuntungan di masa yang akan datang. Penganggaran modal (*investasi*) meliputi keseluruhan proses perencanaan dan pengeluaran uang, dimana hasil pengembaliannya diharapkan terjadi dalam jangka waktu lebih dari setahun (Weston dan Copeland (1997). Investasi dalam artian *capital budgeting* merupakan investasi dalam bentuk aset fisik (*real asset*) khususnya lagi adalah fixed asset (aktiva tetap).

Pada kenyataannya, keputusan investasi (dalam artian *capital budgeting*) yang dilakukan sebuah perusahaan memerlukan pertimbangan yang matang dan cenderung rumit dengan ukuran-ukuran kuantitatif yang berhubungan dengan besarnya kas untuk memenuhi nilai *net present value* (Sudarma, 1998). Karena dalam melakukan sebuah keputusan investasi, disamping hasil yang diharapkan (*expected return*), investor dihadapkan dengan resiko dan ketidakpastian (*risk and uncertainty*). Investor harus dapat mengukur tingkat

resiko investasi yang dilakukan dan kemudian menjawab pertanyaan apakah hasil yang diharapkan (*expected return*) cukup sebagai kompensasi resiko investasi tersebut. Keputusan inilah yang perlu dipertimbangkan dalam melakukan kegiatan investasi.

Ada beberapa hal yang membuat investasi aktiva tetap ini penting. Pertama, akibat atau imbas yang ditimbulkan oleh investasi jenis ini akan dirasakan selama beberapa tahun (lebih dari satu tahun) akibat adanya kehilangan fleksibilitas penggunaan dana. Kedua, karena investasi tersebut berhubungan dengan *expected future sales*, maka perlu dilakukan peramalan terhadap *future cash flow*. Terakhir, keputusan investasi tersebut menunjukkan arah kebijakan perusahaan yang mungkin akan nampak pada terjadinya perubahan produk, jasa bahkan perubahan pasar (Brigham dan Gapenski, 1996).

Ada beberapa prinsip umum yang perlu dipertimbangkan oleh seorang manajer dalam pengambilan keputusan investasi. Pertama, pertimbangan atas semua arus kas dengan tepat, kedua, pendiskontoan arus kas pada biaya modal yang sesuai yaitu *opportunity cost* atas modal yang ditentukan oleh pasar. Ketiga, pemilihan satu proyek dari sekelompok proyek yang saling eksklusif (*mutually exclusive*) yang akan memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Dan keempat, memungkinkan para manajer mempertimbangkan setiap proyek secara independen dari proyek-proyek lain, Ketentuan ini dikenal dengan prinsip penambahan nilai (*value additivity principle*) (Husnan, 1992).

Literatur empiris yang sudah banyak terkumpul tentang keputusan investasi tidak hanya berkaitan dengan data *time series* secara agregat maupun secara individual, tapi juga berkaitan dengan data *cross-section* baik pada perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat maupun perusahaan-perusahaan Eropa. Variabel-variabel yang lazim digunakan dalam menjelaskan perilaku investasi bisa diklasifikasikan ke dalam empat kategori teoritis: variabel akselerator kapasitas; variabel profit atau tingkat-profit; variabel likuiditas; dan variabel resiko finansial (Mc Donnald, Jacquillat dan Nussenbaum 1975). Model investasi berikut menyertakan ukuran dari keempat determinan investasi yaitu: perubahan penjualan tahun bersangkutan dengan tahun sebelumnya (dS), profit setelah pajak (P), net working capital (Wk) dan hutang jangka panjang (LTD). Semua variabel dideflasi dengan ukuran perusahaan (S)

$$\frac{I}{S} = a_0 + a_1 \frac{dS}{S} + a_2 \frac{J}{S} + b_3 \frac{Wk}{S} + a_4 \frac{LTD}{S} + a_5 \frac{D}{S} + a_6 \frac{F}{S} + \mu$$

Sumber : Mc. Donnald, Jackuillat dan Nussenbaum (1975)

dimana b adalah koefisien estimasi dan u adalah error term. Dividen (D) dan pendanaan eksternal (F) disertakan di dalam model, tapi interpretasi terhadap variabel dividen harus dilakukan dengan hati-hati, karena di dalam asumsi-asumsi pasar sempurna dari Miller dan Modigliani diperkirakan bahwa dividen bukanlah determinan dari investasi.

Keputusan Dividen dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya

Dividen pada hakekatnya adalah bagian dari keuntungan perusahaan yang didistribusikan kepada para pemegang sahamnya dan pada umumnya dilakukan secara berkala. Sedangkan keputusan dividen perusahaan merupakan ketetapan yang ditempuh oleh perusahaan tentang besar kecilnya pembagian keuntungan tersebut dengan mempertimbangkan dana yang diperlukan untuk pengembangan usaha dalam bentuk laba ditahan (Weston dan Copeland, 1997).

Keputusan pembagian dividen yang optimal memberikan perimbangan proporsi pembagian dividen dan laba ditahan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan dengan mempertimbangkan keinginan investor, biaya modal, pajak, posisi likuiditas, stabilitas laba, kendali perusahaan dan sebagainya (Weston dan Copeland, 1997).

Keputusan dividen sangat mempengaruhi struktur pembelanjaan perusahaan dikarenakan laba bersih yang dibayarkan untuk pembayaran dividen akan mengurangi jumlah laba ditahan (*retained earning*) yang dapat digunakan untuk melakukan investasi. Keputusan untuk menggunakan laba ditahan untuk memperbesar dividen ataupun melakukan investasi merupakan keputusan yang krusial dan perlu pertimbangan yang matang.

Ada tiga kelompok besar yang berpendapat tentang pembayaran dividen. Kelompok pertama yang sering disebut ekstrim kanan menginginkan agar dividen dibayar sebanyak-banyaknya, sementara kelompok kedua yang disebut ekstrim kiri menginginkan agar dividen dibayarkan sekecil-kecilnya pada pemegang saham. Dan kelompok ketiga yang dikenal dengan kelompok netral menyatakan bahwa pembayaran dividen tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham, sehingga, diabaikan ataupun tidak, tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan (Husnan, 1992)

Pendapat yang menyatakan bahwa dividen dibagikan sebesar-besarnya berargumen bahwa harga saham merupakan *present value* penghasilan penghasilan yang akan diterima oleh pemilik saham tersebut. Apabila dianggap bahwa saham tersebut akan dimiliki untuk selamanya, maka penghasilan tersebut hanya akan berwujud dividen. Dengan meningkatnya dividen, harga saham akan naik. Pendapat yang netral dalam hal kebijakan dividen ini berargumen pada asumsi pasar modal yang sempurna. Dalam *dividen irrelevant theory*, investor pada kenyataannya tidak mempermasalahkan jika perusahaan menahan laba bersih dan digunakan untuk membiayai investasi dari pada meningkatkan dividennya. Hal ini secara otomatis mengurangi alokasi untuk pembayaran dividen pada investor. Kondisi semacam ini lazim disebut sebagai ketidakrelevanan dividen, artinya dividen menjadi tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai kekayaan para pemegang saham. Hal ini mengisyaratkan bahwa dalam pertimbangan dividen, manajemen harus memperhatikan pertumbuhan modal yang secara langsung berkaitan dengan peningkatan perolehan pendapatan bagi investor.

Sedangkan pendapat yang menginginkan pembagian dividen sekecil mungkin mendasarkan diri pada kemungkinan adanya ketidaksempurnaan pasar. Dalam kenyataannya perusahaan akan menanggung *issuing cost* jika menerbitkan saham baru. Ditambah lagi dengan kenyataan bahwa tarif pajak atas dividen lebih besar dan pajak atas *capital gain*. Dalam keadaan seperti ini para pemodal tentu akan lebih menyukai menerima penghasilan dalam bentuk *capital gain* dari pada dividen.

Dalam model perilaku dividen, Lintner (1956) dalam Mc Donald, Jacquillat dan Nussenbaum (1975) berpendapat bahwa perubahan dividen adalah fungsi dari dividen yang diinginkan perusahaan dengan dividen masa lalunya. Dividen atau perubahan dividen dari tiap perusahaan dapat dinyatakan sebagai fungsi dari profit (P) dan *lagged dividen* (D). Sebagai sebuah model perilaku, hubungan dividen Lintner ini biasanya diestimasi dengan data deret waktu (time series). Validitas empiris model Lintner ini telah dibuktikan oleh banyak penelitian menggunakan data time series di Amerika Serikat dan beberapa negara lain, baik yang meliputi data agregat maupun perusahaan secara individual. Sementara itu Mc Donald, Jacquillat dan Nussenbaum (1975) yang menguji model Lintner (1956) mencoba menyajikan data secara *cross section* dimana dividen terkini merupakan fungsi dari *profit* dan *lagged dividen*, ditambah variabel investasi (I) dan pendanaan eksternal (F). Model dividen dari Mc. Donnals, Jackuillat dan Nussenbaum (1975) Sebagai berikut (dimana *b* adalah koefisien estimasi dan *u* adalah error term) :

$$\frac{D}{S} = b_0 + b_1 \frac{D_t - D_{t-1}}{S} + b_2 \frac{P}{S} + b_3 \frac{I}{S} + b_4 \frac{F}{S} + \mu$$

Sumber : Mc. Donald, Jackuillat dan Nussenbaum (1975)

Keputusan Pendanaan Eksternal dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya

Pendanaan (*financing*) adalah kegiatan pengalokasian dana untuk mendanai kegiatan investasi. Pada dasarnya pendanaan dapat digolongkan menjadi dua yakni pendanaan internal (*internal financing*) melalui laba ditahan dan pendanaan eksternal (*eksternal financing*) melalui penerbitan hutang dan saham baru. (Donalson, 1961) dalam Stefanus (2001).

Keputusan pendanaan dilakukan dengan mempertimbangkan kombinasi sumber-sumber dana yang ekonomis guna memenuhi kebutuhan investasi perusahaan dengan memperhitungkan biaya modal dari investasi tersebut (*cut-off rate of investment*) (Sudarma, 1998).

Pada masing-masing alternatif pendanaan tersebut mengandung biaya yang dinamakan dengan biaya modal (*Cost of Capital*). Biaya modal inilah yang menjadi pertimbangan utama dari tiap manajer untuk memutuskan sumber pendanaan mana yang paling baik bagi perusahaan.

Ada beberapa pendekatan yang dapat digunakan manajer dalam menghitung biaya modal. Salah satu pendekatan yang biasa digunakan untuk menghitung biaya modal adalah melalui biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Pendekatan ini berasumsi bahwa pada prinsipnya perusahaan dibiayai dari modal pemilik usaha, hutang jangka panjang, dan modal eksternal melalui emisi saham baru di pasar modal. Untuk memahami konsep biaya modal ini perlu di pahami dahulu tentang arus kas perusahaan untuk digunakan sebagai bahan analisis dalam menyusun kebijakan pendanaan perusahaan.

Faktor yang perlu dipertimbangkan dalam penentuan sumber finansial perusahaan menurut Weston dan Brigham (1994) ialah tentang analisis keputusan penganggaran modal yang menyangkut persyaratan tingkat pengembalian yang diharapkan (*required return*) atas ekuitas. Namun pada umumnya perusahaan membiayai anggaran modalnya dari hutang jangka panjang dan saham preferen. Komponen biaya modal diantaranya suku bunga atas hutang baru sebelum pajak (kd), biaya komponen hutang setelah pajak, $kd(1-T)$ dimana T adalah tarif pajak marjinal dan perusahaan. Kedua komponen biaya saham preferen (kp) dan yang ketiga adalah biaya laba ditahan (ks). Keempat adalah komponen biaya modal ekuitas eksternal (ke) yang diperoleh melalui emisi saham biasa yang baru dimana, nilai (ke) selalu lebih besar dan (ks). Dan keempat biaya modal tersebut dibuat rata-rata tertimbang menjadi *weighted average cost of capital* (WACC).

Hal ini berarti jika perusahaan ingin mempertahankan proporsi yang sama antara hutang, saham preferen dan saham biasa, maka penambahan modal harus diusahakan dari ketiga unsur itu sekaligus, yang mana penambahan saham biasa dapat berasal dari laba ditahan atau dari emisi saham baru (Weston dan Brigham, 1994). Untuk menghitung WACC digunakan formula: $WACC = wd.kd(1-T) + wp.kp + ws.ks$, dimana wd , wp , dan ws adalah proporsi/bobot yang digunakan untuk hutang, saham preferen, dan saham biasa, kd , kp dan ks adalah biaya modal dan T adalah tingkat pajak

Dengan adanya tingkat investasi dan dividen tertentu yang diinginkan, maka jumlah pendanaan eksternal (F) yang diperlukan bisa dipandang sebagai keputusan residual. Dalam pandangan ini, batasan budget untuk tiap perusahaan adalah sebagai berikut: $F = I + D - (P + Depr) + (W_k - W_{k-1})$, dimana $I + D$ adalah *outflow* dari investasi kotor ditambah dividen, $P + Depr$ adalah profit ditambah depresiasi atau dana yang dihasilkan secara internal, dan $W_k - W_{k-1}$ adalah peningkatan dalam *net working capital* (*current asset* dikurangi *current liabilities*). Penulis menghipotesiskan bahwa investasi adalah penentu utama dari level pendanaan yang baru (F). Dan dividen mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan dikarenakan pembayaran dividen mengurangi persediaan uang tunai dan merangsang perusahaan untuk mengeluarkan sekuritas-sekuritas baru (Easterbrook, 194).

Tiap-tiap variabel dibagi (d disesuaikan) dengan ukuran perusahaan yang diwakili oleh volume penjualan (S) :

$$\frac{F}{S} = c_0 + c_1 \frac{I}{S} + c_2 \frac{D}{S} + c_3 \frac{P}{S} + c_4 \frac{Wk}{S} + c_5 \frac{LTD}{S} + \mu$$

Sumber: Mc. Donald, Jackuillat dan Nussenbaum (1975)

dimana c adalah koefisien estimasi dan u adalah error term. Pendanaan eksternal (*financing*) diukur dengan hutang jangka panjang bersih (*net long term borrowing*), yaitu perubahan hutang jangka panjang dalam lembar neraca. Alasan mengapa hutang jangka panjang disertakan sebagai determinan dan pendanaan eksternal adalah karena hutang jangka panjang adalah merupakan proxy untuk pembayaran bunga dalam periode bersangkutan, sehingga, ceteris paribus, hutang jangka panjang yang lebih besar akan menyebabkan makin besarnya pendanaan eksternal yang diperlukan.

PEMBAHASAN

Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Meskipun di satu sisi pembayaran dividen yang tinggi dapat direspon oleh investor sebagai isyarat positif tentang prospek perusahaan sehingga dapat meningkatkan harga saham, namun di sisi lain investasi juga perlu dilakukan dengan memanfaatkan laba ditahan sebelum menggunakan hutang jangka panjang dan penyertaan modal eksternal melalui emisi saham yang membutuhkan biaya lebih besar.

Dalam tradisi Irfing Fisher (1930), jadwal kesempatan investasi yang tersedia bagi perusahaan sering diasumsikan telah ditetapkan. Sehingga pada tingkat investasi optimal, perusahaan dapat membayarkan dividen berapapun melalui pendanaan eksternal lewat pengeluaran ekuitas baru (Miller dan Modigliani, 1961). Dalam kerangka perilaku, keputusan investasi dalam konteks ini dianggap sebagai keputusan yang pokok (*primary*). Dan kebijakan dividen sebagai kebijakan sekunder dalam tiga serangkai investasi-dividen-pendanaan eksternal.

Pengaruh Keputusan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Dalam kerangka asimetri informasi, manajer perusahaan dapat menggunakan dividen sebagai isyarat tunggal tentang prospek perusahaan di masa depan (Bhattacharya, 1979), (Miller dan Rock, 1985) dan (Mougoue dan Mukherjee, 1994). Hal ini berarti bahwa peningkatan dividen dapat dianggap sebagai isyarat meningkatnya laba perusahaan dan perusahaan memiliki prospek yang baik karena memiliki keuntungan yang tinggi. Namun hal ini juga bisa berlaku sebaliknya, dimana meningkatnya dividen dapat dilihat sebagai isyarat bahwa perusahaan tidak memiliki prospek yang baik karena tidak ada kegiatan investasi baru sehingga sebagian besar laba ditahan (*retained earning*) dialokasikan untuk pembayaran dividen. Jadi jika perusahaan tidak memiliki kemampuan untuk mempertahankan tingkat dividennya yang baru, perusahaan enggan untuk menaikkan atau menurunkan tingkat pembayaran dividennya.

Laba bersih yang dialokasikan dalam dividen akan mempengaruhi harga saham karena dalam teori *signaling effect* dengan adanya asimetris informasi keputusan dividen membawa muatan informasi yang selanjutnya dipersepsi oleh investor. Miller dan Rock (1985) dalam Sugeng (2000) menyatakan bahwa dividen membawa muatan informasi tentang ekspektasi manajer terhadap *cash flow* perusahaan di masa yang akan datang. Sebaliknya, penurunan jumlah dividen (*dividend cut*) akan diterjemahkan sebagai kabar buruk tentang prospek perusahaan.

Pengaruh keputusan dividen terhadap harga saham juga dapat disimpulkan dari teori *Clientele Effect*, Miller dan Modigliani (1961), Petit (1977), Lasfer (1996). *Clientele*

effect adalah anggapan yang menyatakan bahwa kelompok-kelompok investor tertentu memiliki preferensi yang berbeda tentang kebijakan dividen perusahaan. Anggapan ini terjadi akibat adanya perbedaan pengenaan pajak yang dikenakan atas *capital gain* dan pajak yang dikenakan atas pendapatan dividen. Pengenaan pajak atas pendapatan dividen yang lebih besar dari pada pajak atas *capital gain* membuat investor lebih menyukai *dividen payout* yang rendah. Jadi jelas bahwa perubahan dividen akan mempengaruhi perubahan harga saham.

Pengaruh keputusan Pendanaan Eksternal terhadap Nilai Perusahaan

Mougue dan Mukherjee (1994) menyatakan bahwa ketidaksempurnaan pasar yang diakibatkan oleh asimetri informasi, biaya transaksi dan pajak telah membatasi fleksibilitas perusahaan untuk mengumpulkan dana baik secara internal maupun eksternal. Manajer berusaha menghindari pendanaan melalui ekuitas eksternal untuk mengantisipasi menurunnya harga saham akibat isyarat buruk dari investor. Untuk itu para manajer berperilaku *pecking order* (Myer, 1984) yaitu suatu strategi manajer untuk melakukan pendanaan dengan memilih alternatif pertama dengan mengambilnya dari pendanaan internal (laba ditahan), bila hal ini dirasa tidak memungkinkan baru kemudian menerbitkan hutang dan sebagai alternatif terakhir adalah menerbitkan saham baru. (Donaldson (1961), Myers (1984), Baskin (1989).

KESIMPULAN

Seorang manajer keuangan harus mempertimbangkan dengan seksama kebijakan-kebijakan yang berhubungan dengan dividen, investasi dan pendanaa khususnya pendanaan eksternal. Keputusan dividen (*dividend policy*) perusahaan harus memperhatikan persepsi pemegang saham terhadap prospek perusahaan akibat adanya informasi asimetris. Untuk menjaga persepsi positif pemegang saham, perusahaan hendaknya terus berusaha membagikan dividen secara konstan. Disamping itu, dengan tidak adanya dividen cut, perusahaan hendanya tetap menjaga kegiatan investasinya dengan optimal dengan mempertimbangkan sumber pendanaan dengan tetap berperilaku *pecking order*, yakni mengutamakan pendanaan secara internal melalui laba ditahan, bila tidak memungkinkan baru menggunakan pendanaan eksternal dengan hutang jangka panjang, dan alternatif terakhir adalah melalui penerbitan saham baru. Dalam memutuskan sumber pendanaan eksternal, mutlak bagi perusahaan untuk mempertimbangkan biaya modal demi mempertahankan tingkat dividen dan investasi secara optimal. Karena, kebijakan dividen, keputusan investasi dan keputusan pendanaan dalam pasar modal yang tidak sempurna yang ditandai dengan adanya pajak, biaya transaksi, dan *asimetris information*, berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin dalam harga sahamnya (Weston & Copeland, 1997 :138).

DAFTAR PUSTAKA

- Asnawi, S.K. & Wijaya, C. 2005, Riset Keuangan : Pengujian-pengujian Empiris. Jakarta : Gramedia Pustaka Utama.
- Born, J.A. & Rimbey, J.N. 1993. A Test of The Easterbrook Hypotesis Regarding Dividend Payments and Agency Costs. *The Journal of Financial Research*. Vol XVI. No. 3,251-321.
- Brigham, E. & Gapensky, L. C. 1996. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition. Orlando : The Dryden Press.

- Chen, C.R. & Steiner, T. L. 1999. Managerial Ownership and Agency Costs : A Non Linear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy. *The Financial Review*. 34.119-136.
- Cleary, S. 1999. The Relationship between Firm Investment and Financial Status. *The Journal of Finance*. Vol 1. IV No 2. 673-692.
- Easterbrook. 1984. Two Agency Cost Explanation of Dividend, *American Economic Review*. 72, 650-58.
- Husnan, S. 1996. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi ketiga. Penerbit UPP AMPYKPN. Yogyakarta.
- Harris, M & Raviv, A. 1990. Capital Structure and The Informational Role of Debt. *The Journal of Finance*. Vol XIV No2. June. 321-348.
- Jensen, M. C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of The Firm Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance*. 78-115.
- Jones, C. P. 1996. *Investments Analysis and Management*, Sixth Edition, Wiley.
- Makidakis, Spyros, Wright, S.C.W., Mc Gee, V.E. 1995. *Metode dan Aplikasi Peramalan*, Alih bahasa Untung Sus Andriyanto, Abdul Basith. Edisi ke 2 jilid 1. Erlangga. Jakarta.
- Mougue, M & Mukherjee T. K. 1994. An Investigation into The Causality among Firms' Dividend, Investment and Financing Decision. *The Journal of Financial Research*. Vol XVII No 4 page 512-530.
- Miller. M. H. & Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares. *Journal of Business*. 34 Okt. 392-414.
- Mc Donald, Jacquillat & Nussenbaum. 1975. Dividend, Investment and Financing Decisions : Empirical Evidence on French' Firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 741-753.
- Noronha, Morgan, K. S. 1996. The Monitoring Rationale br Devidend and Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions. *Journal of Banking and Finance*. 20 page 439-454.
- Pertiwi, I.B. 2000. *Analisis Kausalitas Kebijakan Investasi, Dividen dan Pembiayaan Pada Perusahaan Asuransi di Bursa Efek Jakarta*. Tesis. Malang: PPSUB.
- Rodriguez, R. J. 1992. Quality Dispersion and The Feasibility of Dividend as Signals. *The Journal oJ Financial Research*. Vol XV No 4.
- Subekti, I. 1997. *Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividend Perusahaan serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham*. Tesis. Malang: PPSUB.
- Sudarma, M., Salim, U., Susanto, H. 1998. Analisis Kausalitas Keputusan Dividen, Investasi dan Pendanaan pada Perusahaan Manufaktur di BES. *Wacana* Vol 1 No.2.

- Scooley, D. K & Barney Jr, L. D. 1994. Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Cost, *Journal of Financial Research*, Vol XVII, No.3. Hal 363-373.
- Stefanus, D. S. 2001, *Studi Empirik Pengaruh Konsep Pecking Order Theory dalam Pengambilan Keputusan Pendanaan*. Tesis. Malang : PPSUB.
- Sugeng, B. 2000. *Pengaruh Stabilitas Dividen terhadap Kinerja Portofolio Saham di Bursa Efek Jakarta*, Tesis.Malang : PPSUB.
- Sharpe, W. E. & Alexander, G & Bailey, J.V. 1997. *Investasi*. Edisi Bahasa Indonesia, Prenhallindo, Jakarta
- Weston J. F. & Copeland, T. E. 1997. *Managemen Keuangan*, Alih Bahasa A Jaka Wasana dan Kibrandoko, Bina Aksara.
- Widoatmodjo, S. 2001. Dana Menganggur Meningkatkan. *Pilar Bisnis*. J 14/ThTV/01-14 Agustus. hal 74.