

Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Deviden: Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Sektor Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia)

Yulia Efni

Fakultas Ekonomi Universitas Riau

Djumilah Hadiwidjojo

Ubud Salim

Mintarti Rahayu

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang

Abstrak: Hasil studi empirik tentang pengaruh tiga keputusan keuangan utama yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan belum konsisten. Ketidak konsisten hasil ditengarai ada kaitannya dengan variabel resiko sebagai mediator antara ketiga keputusan dengan nilai perusahaan; Namun penelitian secara terpadu belum ditemukan. Tujuan penelitian ini untuk mengidentifikasi dan mengukur kontribusi pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden yang dimediasi oleh resiko pada sektor properti dan real estat di Bursa Efek Indonesia. Dengan pendekatan analisis jalur diperoleh beberapa temuan yang penting yaitu keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan namun tidak berpengaruh terhadap resiko perusahaan, Keputusan pendanaan hanya berpengaruh terhadap nilai perusahaan bila keputusan pendanaan mampu menurunkan resiko perusahaan (resiko bisnis, resiko keuangan dan resiko pasar). Kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, baik secara langsung maupun melalui resiko perusahaan. Ini menunjukkan bahwa variabel resiko hanya memediasi keputusan pendanaan. Dari ketiga macam keputusan tersebut ternyata keputusan investasi memberikan kontribusi paling utama pada nilai perusahaan.

Kata Kunci: keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan deviden, resiko, nilai perusahaan

Abstract: The result of empirical study on the effect of three main decisions namely investment decision, funding decision, and dividend policy toward the corporate value has not been consistent yet. This inconsistency is assumed to be related to risk variable as the mediator between the three decisions and the company value. But, an integrated research has not been found. The aim of this research is to identify and measure the contribution of the effect of investment decision, funding decision and dividend policy mediated by risk toward property and real estate sectors in Indonesian Stock Exchange. The data was analyzed by using path analysis. By path analysis, some important findings are obtained. They are namely investment decision is influential toward company value, but it is not influential toward the company risk. The funding decision will only be influential toward the company value if the funding decision were able to reduce the company risk (business risk, finance risk, and market risk). The dividend policy is not influential toward the company value either directly or through the company risk. This indicates that risk variable only

Alamat Korespondensi:

Yulia Efni, Fakultas Ekonomi Universitas Riau

mediates the funding decision. From the three kinds of decision, it is the investment decision that contributes the most to the company's value.

Keywords: *investment decision, funding decision, dividend policy, risk, company value*

Krisis moneter di Indonesia pada tahun 1999, yang dipicu oleh terdepresiasi rupiah terhadap dollar, berpengaruh besar terhadap aktivitas dunia usaha, khususnya sektor properti dan real estat. Kenaikan suku bunga bank sangat mempengaruhi aktivitas sektor properti dan real estat karena kenaikan suku bunga bank juga sejalan dengan meningkatnya suku bunga KPR. Disamping itu kebijakan uang ketat yang diterapkan oleh pemerintah menyebabkan perusahaan mengalami krisis likuiditas.

Nurdin (1999) mengemukakan perusahaan-perusahaan di sektor properti dan real estat yang *go public*, sebagian besar menggunakan pinjaman dana jangka pendek dari luar negeri yang digunakan untuk pembiayaan jangka panjang seperti membangun proyek, sehingga banyak perusahaan mengalami kesulitan pendanaan

Kesalahan dalam penetapan keputusan pendanaan menimbulkan resiko bagi perusahaan dan menyebabkan banyak pengembang yang harus menyerahkan agunannya kepada bank pada saat krisis moneter. Namun setelah krisis moneter yaitu sekitar tahun 2003–2007, pola pembiayaan pengembang berubah, lebih banyak menggunakan modal sendiri dan hasil penjualan produk yang telah dimulai sejak *preselling*. (Handaka, Kompas 27 Oktober, 2008). Perubahan pola pembiayaan ini menunjukkan bahwa perusahaan di sektor properti dan real estat menjadi lebih berhati-hati dalam pembiayaan investasi sehingga berdampak pada resiko yang timbul bagi perusahaan dan selanjutnya mempengaruhi nilai perusahaan.

Seperti halnya dengan berinvestasi pada sektor industri manufaktur, berinvestasi pada sektor properti dan real estat harus dipertimbangkan dua hal yaitu pendapatan yang diterima (*return*) dari investasi dan resiko yang ditanggung akibat berinvestasi pada sektor tersebut. Investor mengharapkan *return* yang lebih tinggi dari investasi yang dilakukannya dibandingkan resiko yang akan ditanggungnya. *Return* yang tinggi berdampak pada kinerja perusahaan sehingga mempengaruhi harga saham perusahaan.

Berdasarkan sudut pandang manajemen keuangan, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, Peningkatan kemakmuran pemegang saham dapat dicapai melalui peningkatan nilai perusahaan. Menurut Jensen (2001) dalam *Stakeholder Theory* mengemukakan bahwa memaksimalkan nilai perusahaan merupakan *trade off* dari nilai maksimum perusahaan yang diterima stakeholder dalam jangka panjang.

Jacob dan Pettit (1989) mengatakan bahwa "*Maximization of value by choice of investment, financing, and deviden decisions of how those decisions impact upon expected future cash flow, risk, and thus the equilibrium expected return*". Berdasarkan pendapat ini maka dapat dijelaskan bahwa memaksimalkan nilai perusahaan melalui pilihan keputusan investasi, pendanaan dan deviden dan bagaimana keputusan tersebut berdampak pada aliran kas dimasa datang, resiko dan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh perusahaan. Sebagaimana yang telah dikemukakan sebelumnya, peningkatan atau penurunan nilai perusahaan tergantung pada tiga keputusan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan deviden dan resiko yang timbul akibat tiga keputusan tersebut.

Nilai perusahaan juga tercermin dari harga saham, dimana jika harga saham perusahaan menurun maka nilai perusahaan juga menurun, sehingga hal ini berdampak pada penurunan kemakmuran pemegang saham dan peningkatan resiko yang akan dihadapi perusahaan dimasa yang akan datang.

Keputusan investasi merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, dimana keputusan Investasi menyangkut keputusan tentang pengalokasian dana, baik dilihat dari sumber dana (yang berasal dari dalam dan dari luar perusahaan) maupun penggunaan dana untuk tujuan jangka pendek dan jangka panjang. Berdasarkan Husnan (2000) tujuan keputusan investasi perusahaan adalah memaksimalkan *Net Present Value* (NPV) karena NPV yang positif akan meningkatkan kekayaan riil.

Kekayaan riil ini sudah memperhatikan nilai waktu uang artinya kekayaan perusahaan dapat ditingkatkan jika keputusan investasi dapat menghasilkan NPV positif sehingga akan berdampak pada nilai perusahaan. Hal ini diperkuat dari hasil penelitian Fama (1978) yang mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi.

Penelitian mengenai pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan juga dilakukan oleh Hasnawati (2005) yang menemukan bahwa keputusan investasi mempunyai pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan sedangkan Penelitian yang dilakukan oleh Bernadi (2007) menemukan bahwa investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Stenbacka dan Tombak (2002). menemukan bahwa memaksimalkan nilai perusahaan ditentukan dari struktur modal dan besar investasi yang dilakukan.

Keputusan pendanaan ini berkaitan dengan keputusan perusahaan dalam mencari dana untuk membiayai investasi dan menentukan komposisi sumber pendanaan. Pendanaan perusahaan dapat dikelompokkan berdasarkan sumber dananya yaitu pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pendanaan internal merupakan pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan yaitu dari laba ditahan sedangkan pendanaan eksternal yaitu pendanaan hutang (*debt financing*), ekuitas (*equity financing*) dan *hybrid securities*.

Miller dan Modigliani (1958) mengatakan bahwa keputusan pendanaan tidak relevan mempengaruhi nilai perusahaan yang memiliki makna bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh jumlah hutang yang dimilikinya. Namun sebaliknya Modigliani dan Miller (1963) mengemukakan bahwa penambahan hutang akan menaikkan nilai perusahaan. Hal ini berarti perusahaan yang berhutang mempunyai nilai perusahaan yang tinggi

Berdasarkan teori *Trade off Theory* mengemukakan bahwa kenaikan hutang akan bermanfaat jika dapat meningkatkan nilai perusahaan, artinya bahwa penambahan hutang belum mencapai titik optimal (suatu batas optimal dari jumlah hutang yang dapat menyebabkan nilai perusahaan tersebut maksimal). Jika manfaat hutang menjadi lebih kecil dibandingkan nilai kebangkrutan maka penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan.

Penelitian mengenai keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan telah dilakukan oleh Hasnawati (2005) dan Djumahir (2005) menemukan bahwa keputusan pendanaan mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh hasil penelitian Irawan, (1996) menyatakan bahwa kombinasi optimal hutang dan ekuitas dalam struktur modal dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian Sujoko (2007), Rachmawati menemukan bahwa *leverage* mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, yang artinya adalah jumlah hutang yang semakin meningkat menyebabkan beban biaya bunga semakin meningkat maka nilai perusahaan semakin menurun dan hasil ini mendukung teori *trade off*. Hasil penelitian ini juga sama dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (1997) yang menyatakan bahwa hutang mempunyai hubungan negatif terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan deviden harus dianggap sebagai bagian terpadu suatu keputusan keuangan perusahaan. Kebijakan deviden berkaitan dengan penentuan proporsi keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham.

Dalam kebijakan deviden masih banyak kontroversi yang terjadi baik dalam penetapan deviden maupun dalam pembayaran deviden hal ini terlihat dari hasil penelitian yang sudah dilakukan. Modigliani dan Miller (1961) menyatakan bahwa kebijakan deviden tidak relevan terhadap nilai perusahaan, hal ini dapat diartikan kebijakan deviden yang diambil perusahaan tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan teori lain mengatakan bahwa kebijakan deviden relevan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan teori yang menyatakan bahwa kebijakan deviden relevan terhadap nilai perusahaan sehingga kebijakan deviden yang ditetapkan oleh perusahaan tentunya berdampak terhadap nilai perusahaan yang tercermin dari perubahan harga saham perusahaan. Kebijakan deviden hanya mempengaruhi harga saham apabila kebijakan tersebut merubah pengharapan para pemodal terhadap prospek dan resiko perusahaan.

Pembayaran deviden yang semakin meningkat menunjukkan prospek perusahaan yang bagus dan ini direspon oleh investor dengan membeli saham sehingga nilai perusahaan meningkat. Hal ini sesuai

dengan teori signaling yang menyatakan pembayaran deviden yang tinggi oleh perusahaan dianggap perusahaan mempunyai prospek keuntungan yang baik sedangkan penurunan besarnya jumlah deviden yang dibayarkan perusahaan dapat menjadi informasi yang kurang baik bagi perusahaan karena akan berdampak penurunan harga saham dan akhirnya menurunkan nilai perusahaan.

Penelitian Harkins dan Walsh (1971) menemukan bahwa dasar pertimbangan kebijakan deviden yang berguna untuk mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham, sebagaimana yang dinyatakan sebagai berikut:

"Find that shareholder dividend desires and management need of retained earnings for investment opportunities conflict. A compromise policy partially satisfying both parties is chosen. Managers consider current and expected earnings, dividend payment history, dividend level stability, cash flows and investment opportunities, and shareholder desires in their determination of the payout level,"

Penelitian Miller dan Rock (1985) menyatakan bahwa adanya informasi asimetri antara investor dan manajemen karena perubahan pembayaran deviden akan berdampak pada reaksi harga saham di pasar. Hal ini didukung oleh penelitian Asquith dan Mullins (1983), Sujoko (2007) yang menemukan bahwa adanya pengaruh positif kebijakan pembayaran deviden terhadap harga saham disebabkan adanya mekanisme yang dapat mengkomunikasikan informasi manajemen mengenai kinerja perusahaan saat ini dan masa datang. Dan penelitian lain yang dilakukan Sujoko (2007), Hasnawati (2005) dan Sudarma (2004) mengemukakan bahwa pembayaran deviden mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Ratnawati dalam Sudarma (2004), Nirwana (2009) menemukan bahwa kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan dengan arah negatif.

Berdasarkan teori, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden semua mempengaruhi nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung. Setiap keputusan yang diambil oleh perusahaan berdampak pada resiko, yang selanjutnya akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Resiko dalam manajemen keuangan dapat dibedakan atas resiko sistimatis dan resiko tidak sistimatis. Resiko sistimatis adalah resiko yang tidak dapat dikontrol oleh perusahaan tetapi resiko ini dialami oleh seluruh perusahaan yang ada di suatu negara seperti terjadinya krisis global sekarang ini yang berdampak kepada turunnya indeks harga saham perusahaan. Sedangkan resiko tidak sistimatis merupakan resiko yang dapat dikontrol oleh perusahaan. Resiko ini berkaitan dengan kemampuan manajemen dalam mengelola perusahaan terutama dihubungkan dengan ketiga keputusan yaitu keputusan dalam investasi, pendanaan dan kebijakan deviden. Resiko sistimatis maupun resiko tidak sistimatis mempunyai hubungan dengan nilai perusahaan.

Penelitian Wasnieski, (2008) menemukan bahwa resiko perusahaan yaitu resiko pasar (resiko sistimatis), resiko operasional dan resiko kredit (resiko tidak sistimatis) mempunyai hubungan negatif dengan nilai perusahaan dimana untuk jangka panjang, resiko yang rendah akan mengakibatkan nilai perusahaan menjadi tinggi. Implikasi dari penelitian ini menunjukkan peningkatan resiko perusahaan yang timbul berdampak penurunan nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Shin & Stulz (2000) menemukan nilai perusahaan yang diproyeksikan dengan Tobin Q meningkat dengan meningkatnya resiko sistimatis dan menurun ketika dikaitkan dengan resiko tidak sistimatis serta adanya hubungan negatif antara perubahan resiko total dengan nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Fadah (2007) menemukan bahwa resiko (resiko bisnis dan resiko keuangan) mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Resiko bisnis adalah resiko yang timbul akibat operasional perusahaan, jika dikaitkan dengan nilai perusahaan maka semakin tinggi resiko perusahaan maka nilai dari perusahaan semakin tinggi artinya perusahaan dapat bekerja secara efisien. Demikian juga dengan resiko keuangan merupakan resiko yang timbul akibat penggunaan hutang oleh perusahaan. Semakin banyak hutang digunakan maka semakin tinggi nilai perusahaan karena adanya benefit penghematan pajak akibat berhutang dengan syarat manfaat penghematan pajak akibat berhutang lebih besar dari biaya kebangkrutan akibat berhutang.

Penelitian tentang resiko sebagai dampak keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan

dividen masih dalam konsep teori. Konsep teori yang mengemukakan keputusan investasi berdampak kepada resiko secara implisit adalah teori risk and return yang mengemukakan bahwa investor berinvestasi memfokuskan pada dua parameter yaitu resiko dan *return* yang diharapkan suatu asset. Secara implisit dapat diartikan bahwa setiap keputusan berdampak pada resiko yang timbul dan *return* yang diharapkan. Demikian halnya dengan keputusan investasi, kesalahan dalam penetapan keputusan investasi akan berdampak pada resiko yang harus ditanggung oleh perusahaan dan selanjutnya memengaruhi nilai perusahaan.

Seperti halnya dengan keputusan investasi, penelitian keputusan pendanaan berdampak terhadap resiko masih dalam konsep teori. Hal ini dikaji dari teori *trade off* yaitu semakin besar hutang maka semakin tinggi kemungkinan kebangkrutan, karena semakin tinggi hutang semakin besar bunga yang harus dibayarkan. Kemungkinan tidak membayar bunga semakin besar dan pemberi pinjaman bisa membangkrutkan yang selanjutnya menyebabkan nilai perusahaan menjadi turun. Implikasi dari teori *trade off* ini adalah manajer akan berfikir antara penghematan pajak dengan biaya kebangkrutan yang timbul akibat berhutang, yang selanjutnya berdampak pada nilai perusahaan.

Penetapan kebijakan dividen perusahaan berdampak terhadap resiko perusahaan dan akhirnya memengaruhi nilai perusahaan. Penelitian Gordon (1961) menemukan bahwa nilai saham ditentukan oleh *present value* dari dividen yang diterima investor saat ini dan dimasa mendatang. Pada kebijakan dividen yang dibayar tinggi (*Bird in the Hand Theory*) dikatakan bahwa pembayaran dividen mengurangi ketidakpastian yang berarti mengurangi resiko, selanjutnya mengurangi tingkat keuntungan disyaratkan oleh pemegang saham tentunya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Adanya kecenderungan harga saham naik jika ada pengumuman kenaikan dividen dan harga saham turun jika ada pengumuman penurunan dividen. Fenomena ini konsisten dengan argumen bahwa dividen meningkatkan nilai perusahaan. Namun, argumen lain menjelaskan bahwa dividen itu sendiri tidak menyebabkan kenaikan (penurunan) harga saham tetapi menggambarkan prospek perusahaan, yang ditunjukkan dengan peningkatan

(penurunan) dividen yang dibayarkan sehingga dapat menyebabkan perubahan harga saham. Argumen terakhir secara implisit dapat diartikan bahwa pembayaran dividen menimbulkan resiko bagi perusahaan. Jadi penetapan kebijakan yang salah akan menimbulkan resiko bagi perusahaan dan selanjutnya akan berdampak pada nilai perusahaan.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan disektor properti dan real estat dikarenakan bahwa sektor properti dan real estat merupakan indikator aktivitas kegiatan ekonomi secara umum. Menurut Wuryandani, Hermanto dan Prasetya (2005) menyatakan bahwa meningkatnya aktivitas disektor properti dapat dijadikan petunjuk mulai membaiknya atau bangkitnya kegiatan ekonomi. Disatu sisi, industri properti dan real estat dapat menjadi pendorong bagi kegiatan ekonomi karena kegiatan disektor properti dan real estat akan mendorong naiknya berbagai kegiatan di sektor-sektor lain yang terkait karena setiap sektor membutuhkan produk properti sebagai salah satu faktor produksi dan sarana kegiatan yang dilakukan perusahaan. Namun disisi lain perkembangan industri properti dan real estat yang berlebihan dapat menimbulkan dampak negatif perekonomian nasional di mana industri properti dan real estat meningkat secara tidak terkendali sehingga terjadi *over supply* dalam industri properti yang mengakibatkan penurunan harga secara tajam.

Kerangka Konsep Penelitian

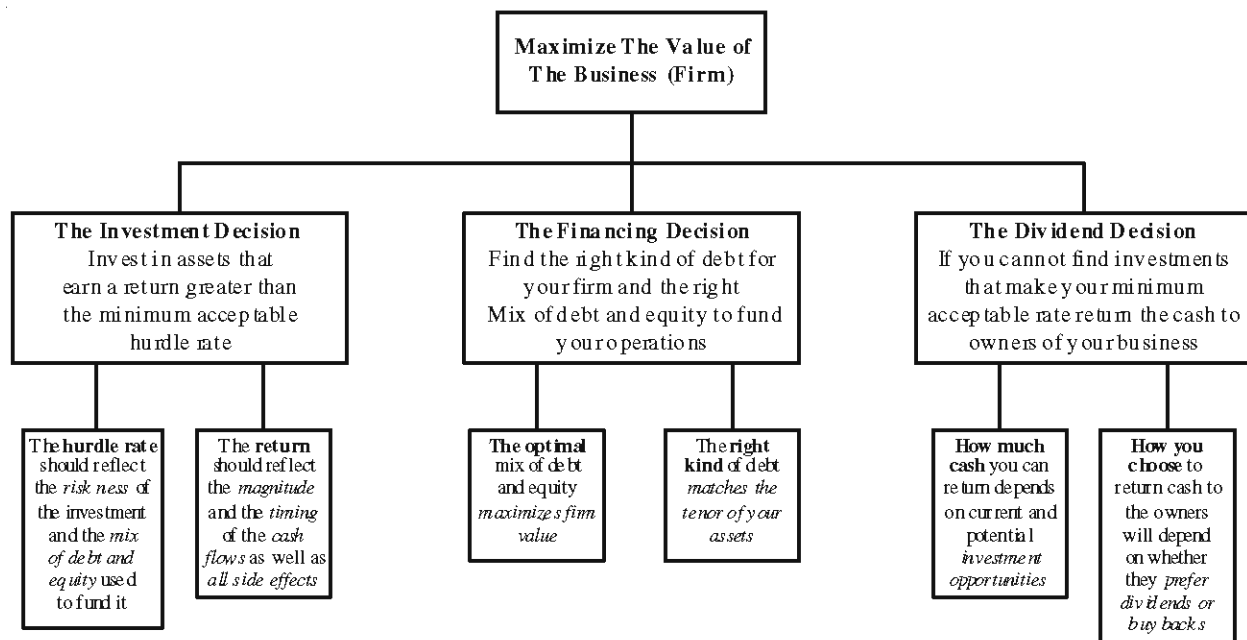
Konsep hubungan nilai perusahaan dengan keputusan investasi, keputusan Pendanaan dan kebijakan dividen dan resiko yang dikemukakan oleh Darmodaran (2006) dapat digambarkan pada Gambar 1.

Berdasarkan Gambar 1 dapat dilihat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen dan masing-masing keputusan yang diambil menimbulkan resiko yang harus ditanggung perusahaan.

METODE

Pendekatan Penelitian

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif (positivis). Pendekatan positivis merupakan pendekatan berfikir yang memiliki



Gambar 1. Hubungan Nilai Perusahaan dengan 3 (Tiga) Keputusan Manajemen Keuangan

ciri-ciri seperti berikut ini: (1) Mementingkan kedudukan teori dalam membangun pikir dan hipotesis. (2) Memfokuskan pada jawaban mengenai ada tidaknya hubungan antar variabel. (3) Menggunakan data dan alat analisis kuantitatif. (4) Hasilnya untuk membuat generalisasi (deduktif). Dengan pendekatan positivis ini diperlukan data numerik yang dianalisis menggunakan statistik untuk menguji sejumlah hipotesis.

Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini termasuk penelitian eksplanatoris. Ada tidaknya pengaruh dapat diketahui melalui pengujian hipotesis yang hasilnya dapat digunakan menjelaskan hubungan tersebut.

Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan sektor properti dan real estat di Bursa Efek Indonesia sebanyak 31 perusahaan yang memenuhi syarat sebagai anggota populasi penelitian. Seluruh anggota populasi (31 perusahaan) digunakan dalam penelitian ini (sensus). Data yang diambil adalah data panel yang menggabungkan data runut waktu (*Times Series*) selama 9 tahun dan data *cross section* dari 31 perusahaan, sehingga banyaknya data penelitian adalah 279 data.

Metode Analisis Data

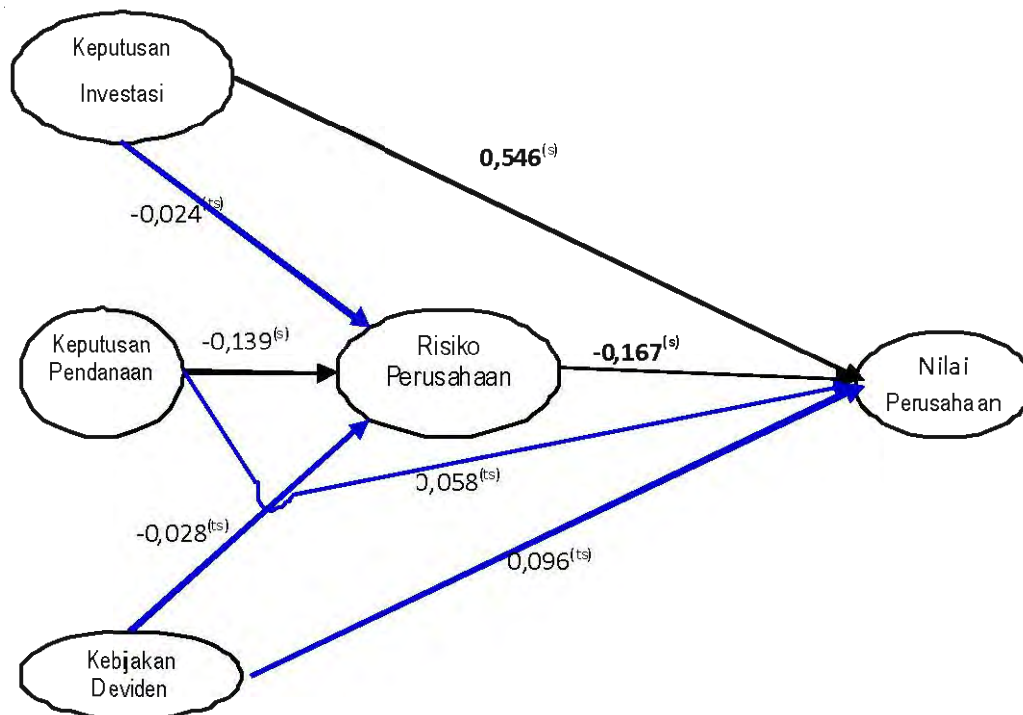
Analisis Jalur

Analisis Jalur digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung sepe-rangkat variabel bebas (eksogen) terhadap variabel terikat (endogen). Asumsi yang mendasari *Path analysis* adalah sebagai berikut: (1). Hubungan antar variabel adalah linear, adiptif dan bersifat normal. (2). Hanya sistem aliran kausal kesatu arah artinya tidak ada arah kausalitas yang berbalik. (3). Variabel terikat (endogen) minimal dalam skala ukur interval dan rasio. (4). Model yang dianalisis diidentifikasi dengan benar berdasarkan teori dan konsep yang relevan., Artinya model yang dikaji atau diuji dibangun berdasarkan kerangka teoritis tertentu yang mampu menjelaskan hubungan kausalitas antar variabel diteliti.

HASIL

Hasil Analisis Jalur

Setelah nilai masing-masing variabel laten data-nya diperoleh melalui CFA dan PCA, maka dilakukan analisis jalur. Berdasarkan hasil komputasi analisis jalur menggunakan bantuan software MINITAB diperoleh diagram jalur yang menunjukkan hubungan kelima variabel tersebut sebagai berikut:



Keterangan:

(s) = signifikan dan (ts) = tidak signifikan

H3.a Pengaruh kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian diperoleh koefisien jalur sebesar 0,096 dengan $p = 0,113$ yang berarti tidak signifikan. Mengingat nilai p yang relatif kecil (di bawah 15 %) dan koefisien jalur yang bertanda positif, maka dapat dikatakan bahwa terdapat kecenderungan semakin baik kebijakan deviden maka nilai perusahaan semakin meningkat.

H3.b. Pengaruh Kebijakan Deviden terhadap resiko yang timbul dari keputusan perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian diperoleh koefisien jalur sebesar -0,028 dengan $p = 0,708$ yang berarti tidak signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa seberapa baik dan atau buruknya Kebijakan Deviden tidak akan meningkatkan atau menurunkan resiko perusahaan. Hasil penelitian ini tidak memperkuat *Bird in The Hand Theory*, teori signaling maupun hasil penelitian Gordon (1961). *Bird in The Hand Theory* yang mengatakan bahwa pembayaran deviden mengurangi ketidakpastian yang berarti mengurangi resiko yang pada giliran selanjutnya mengurangi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang

saham atau biaya modal sedang teori signaling mengatakan pembayaran deviden merupakan signal bagi investor mengenai prospek pendapatan perusahaan di masa mendatang serta hasil penelitian Gordon (1961) berargumen bahwa nilai saham ditentukan oleh present value dari deviden yang akan diterima investor saat ini dan masa mendatang

H4. Pengaruh resiko perusahaan terhadap Nilai Perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian diperoleh koefisien jalur sebesar -0,167 dengan $p = 0,005$ yang berarti signifikan. Hal ini diartikan bahwa semakin tinggi resiko perusahaan dapat menurunkan Nilai perusahaan.

PEMBAHASAN

Pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Langsung

Berdasarkan hasil penelitian, keputusan investasi mempunyai pengaruh langsung yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan

hipotesis (H1.a) yang menyatakan bahwa keputusan investasi mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap nilai perusahaan dimana keputusan investasi yang tepat akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini dapat diartikan bahwa keputusan investasi yang baik adalah keputusan investasi yang dapat menghasilkan NPV positif, artinya keputusan investasi tersebut dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan biaya modal yang dikeluarkan oleh perusahaan.

Sesuai dengan teori investasi yang menyatakan setiap keputusan investasi yang dilakukan diharapkan menghasilkan tingkat *return* dengan resiko yang tertentu dengan asumsi bahwa setiap individu adalah rasional dan tidak menyukai resiko. Dampaknya terjadi penurunan permintaan saham dan sesuai dengan hukum permintaan maka harga saham menurun. Dari empat indikator keputusan investasi dapat dilihat bahwa nilai pasar ekuitas dibandingkan nilai buku ekuitas (MVE/BVE) mempunyai nilai faktor loading tertinggi, artinya nilai pasar ekuitas secara relatif merupakan indikator yang paling mencerminkan keputusan investasi. Nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku ekuitas ini mencerminkan nilai kapitalisasi pasar terhadap nilai buku ekuitas, dimana semakin tinggi nilai ekuitas mengindikasikan keputusan investasi yang baik dilakukan dan selanjutnya para investor menanggapi positif keputusan investasi tersebut yang berpengaruh meningkatkan nilai perusahaan.

Selanjutnya hasil penelitian ini juga memperkaya hasil penelitian Kaestner dan Liu (1998), Chen, *et al.* (2000) yang menyatakan bahwa keputusan investasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Selain itu hasil penelitian ini juga memperkuat hasil penelitian Wijanarko (2008) di sektor manufaktur yang menemukan bahwa perusahaan yang menambah investasi pada asset intangible yang diukur dari biaya riset, pengembangan dan promosi berpengaruh positif terhadap harga saham perusahaan. Artinya keputusan investasi yang dilakukan perusahaan properti dan real estat baik dalam bentuk *intangible asset* maupun *tangible asset* dapat meningkatkan nilai perusahaan

Pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan yang dimediasi variabel resiko (H1.b)

Hasil penelitian membuktikan bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap resiko dan resiko berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa resiko tidak menjadi mediasi antara keputusan investasi dengan nilai perusahaan. Artinya baik tidaknya keputusan investasi tidak mempengaruhi besar kecilnya resiko perusahaan. Tidak terbuktinya hipotesis H.1b. dimungkinkan karena dua hal: pertama investasi yang dilakukan pada sektor properti dan real estat pasca krisis lebih mengandalkan pada modal sendiri maupun *preselling* sehingga tidak terbebani resiko tidak mampu membayar hutang dan bunga atau terjadinya kemacetan angsuran. Kedua perusahaan properti dan real estat menggunakan strategi pembiayaan bersama antar sesama pengembang misalnya pengembang satu menyediakan tanah pengembang lain menyediakan dananya. Handaka (2008) juga menyatakan sebelum krisis moneter (sebelum tahun 1998) pembiayaan pengembang sebagian besar didanai kredit perbankan dan kredit *offshore*, namun setelah krisis moneter pola pembiayaan investasi lebih fokus menggunakan modal sendiri dan *preselling*

Hasil ini sebenarnya juga membuktikan keberlakuan teori *risk and return* yang dikemukakan Markowitz (1955) bahwa perusahaan /investor mau berinvestasi bila menghasilkan pendapatan (*return*) tertentu dengan resiko paling kecil ekstrimnya mendekati nol. Dengan kata lain bila investasi mempunyai resiko kecil (tidak signifikan) akan meningkatkan minat para investor untuk berinvestasi. Di sektor properti dan real estat pengendalian resiko dilakukan melalui tiga strategi: (1) *preselling* artinya menghapuskan resiko tidak terbayar oleh pembeli. (2) *Joint Venture* artinya menghilangkan beban hutang dan bunga tidak terbayar, (3) Modal sendiri berarti menghilangkan resiko tidak terbayar hutang dan bunga. Oleh karena itu strategi ini mampu membuktikan keberlakuan teori *risk and return* yang dikemukakan oleh Markowitz yang esensinya bila resiko semakin

bisa dikontrol maka keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap resiko.

Penguatan hasil penelitian juga terbukti dari hasil survey Wuryandani, Hermanto, Prasetya (2005) mengatakan bahwa peranan pembiayaan modal sendiri dalam produksi properti semakin meningkat berkisar 60%–80%, diikuti pembiayaan melalui uang muka berkisar 20%, sementara itu melalui perbankan dalam industri properti relatif semakin berkurang hanya berkisar 20%–30%. Pendanaan lain seperti melalui lembaga keuangan non bank relatif tidak ada. Selanjutnya pembiayaan produksi properti juga dilakukan melalui *joint ventura* antara sesama pengembang. Pola sistem pembiayaan ini dilakukan dengan melakukan penggabungan sumber dana dengan sumber lain dalam bentuk *fixed asset* lainnya yang telah dimiliki perusahaan. Disamping itu alokasi pemberian kredit properti oleh perbankan sebagian besar masih pada kredit konsumsi dalam rupiah dengan pangsa pasar sekitar 60%, diikuti oleh kredit modal kerja dalam rupiah mencapai sebesar sekitar 20%, sementara itu kredit investasi baik dalam rupiah maupun dalam valas relatif tidak terlalu besar berkisar 20%. Berdasarkan hasil survey tersebut berdasarkan jangka waktunya, alokasi kredit properti dalam bentuk kredit investasi dan kredit konsumsi cenderung lebih digunakan untuk kegiatan jangka panjang sedangkan kredit modal kerja cenderung lebih digunakan untuk pembiayaan operasional yang bersifat jangka pendek.

Hal ini dapat dimaknai bahwa sebelum krisis, investasi disektor properti dan real estat sebagian besar didanai dari hutang namun sekarang investasi lebih banyak didanai dari modal sendiri dan penjualan secara *preselling* dan *joint venture*, sedangkan sumber pendanaan yang berasal dari hutang masih ada tapi relatif kecil alokasi penggunaan sesuai dengan fungsinya.

Pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan mediasi resiko yang timbul dari keputusan perusahaan.

Pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian, keputusan pendanaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan secara langsung. Hasil

penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis H2.a yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Ada dua teori struktur modal MM yang digunakan pada penelitian ini yaitu teori struktur modal MM yang tidak relevan (tanpa pajak) dan teori struktur modal dengan pajak.

Berdasarkan teori MM tanpa pajak yang menyatakan struktur modal tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan dengan asumsi perusahaan memiliki resiko bisnis yang sama, semua investor dan investor potensial memiliki estimasi sama terhadap EBIT perusahaan dimasa dan saham dan obligasi diperdagangkan dalam pasar modal yang sempurna. Kelemahan dari teori ini adalah tidak terpenuhinya asumsi pasar sempurna. Kenyataan pasar sempurna di dunia tidak ada dan tidak dapat dipenuhi asumsi investor memiliki asumsi yang sama terhadap EBIT dimasa datang karena investor potensial tidak semuanya memiliki estimasi yang sama terhadap EBIT dimasa mendatang..

Teori MM dengan pajak menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan dengan mempertimbangkan pajak perusahaan maupun pajak personal. Dalam teori MM ini dikemukakan bahwa peningkatan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan akibat adanya penghematan pajak. Namun kelemahan teori ini tidak mempertimbangkan biaya yang timbul akibat berhutang Ujudnya dalam bentuk biaya keagenan dan biaya kebangkrutan

Untuk menjelaskan mengapa pengujian hipotesis H2a tidak terbukti kembali pada teori yang mendasari keputusan pendanaan yaitu teori MM dengan pajak dan *trade off Theory* yang dikemukakan oleh Donaldson.

Teori Struktur MM dengan pajak mengatakan bahwa semakin besar hutang untuk membiayai operasi perusahaan makin meningkat nilai perusahaan. Penjelasan bila hutang semakin besar pihak calon investor mempunyai kesan yang baik terhadap kemampuan perusahaan dalam penggunaan hutang. Persepsi yang baik ini cenderung meningkatkan permintaan saham sehingga harga saham perusahaan meningkat dan juga nilai perusahaan meningkat. teori struktur modal MM ini dikritik oleh *trade off theory* menyatakan bahwa kenaikan hutang tidak linear dengan kenaikan nilai perusahaan. Penggunaan

hutang semakin besar sampai batas tertentu meningkatkan nilai perusahaan. Melewati batas tersebut penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat hutang (penghematan pajak) lebih kecil dari biaya yang timbul akibat berhutang berupa biaya keagenan dan biaya bunga hutang. Bila perusahaan tidak mampu membiayai kedua biaya tersebut akan menyebabkan kebangkrutan.

Kedua teori tersebut berlaku (Teori MM dengan pajak dan *Trade Off Theory*) bila perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai operasi perusahaannya. Sebagai contoh penelitian Hasnawati (2005) di sektor manufaktur dengan periode penelitian tahun 2000 sampai tahun 2004 di BEJ tentang keputusan pendanaan. Hasilnya menyatakan bahwa keputusan pendanaan di sektor manufaktur yang dibiayai hutang ternyata berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Kenyataannya untuk sektor properti dan real estat untuk periode tahun 2000 sampai tahun 2009 biaya operasional perusahaan lebih banyak dibiayai modal sendiri (60% s/d 80%) tidak tergantung pada hutang. Oleh karena itu logis bila keputusan pendanaan secara langsung tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Kesimpulannya: teori MM dengan pajak dan trade off theory yang dikemukakan Donaldson berlaku untuk perusahaan yang sebagian besar operasinya dibiayai oleh hutang.

Penelitian Hatfield, Cheng and Davidson (1994) menemukan bahwa perubahan tingkat hutang tidak dapat menaikkan atau menurunkan nilai perusahaan dan temuan lain yaitu perusahaan dalam industri tertentu cenderung mempunyai struktur modal yang sama. Kedua hasil penelitian tersebut tidak memasukkan faktor resiko yang timbul akibat adanya hutang yang mungkin mempengaruhi nilai perusahaan sehingga hasil penelitian menemukan struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Hal ini dibuktikan bahwa perubahan pola pendanaan pada perusahaan properti dan real estat dimana dulu hutang jangka pendek digunakan untuk investasi jangka panjang dan sekarang untuk investasi menggunakan modal sendiri dan penjualan secara *preselling* tidak secara langsung meningkatkan nilai perusahaan tetapi akibat perubahan pola pendanaan tersebut menyebabkan resiko tidak terbayarnya bunga dan cicilan hutang menjadi rendah sehingga menurunkan resiko kebangkrutan dan pada akhirnya menyebabkan

peningkatan nilai perusahaan. Pola ini sesuai dengan konsep resiko dengan tingkat keuntungan pendanaan jangka pendek dan jangka panjang dalam memenuhi kebutuhan dana untuk investasi pada aktiva tetap dan aktiva lancar. Berdasarkan konsep tersebut menyatakan bahwa aktiva tetap dan aktiva lancar permanen yang mempunyai jangka waktu panjang dibiayai oleh pendanaan jangka panjang, sedangkan aktiva lancar dibiayai oleh pendanaan jangka pendek.

Berdasarkan *loading factor* indikator yang mencerminkan keputusan pendanaan adalah *Short term Debt to Book Value Asset* (STDBV) dan *Debt To Asset (DTA)*, bila dikaitkan dengan nilai perusahaan tidak mempunyai pengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan, hal ini disebabkan perubahan pola

Pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan mediasi resiko

Secara teoritis dinyatakan pada hipotesis (H2.b.) bahwa keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap resiko perusahaan. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang menemukan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh signifikan secara negatif terhadap resiko perusahaan. Variabel resiko memediasi hubungan antara keputusan pendanaan dengan nilai perusahaan Koefisien jalur negatif menjelaskan bahwa semakin baik keputusan pendanaan semakin turun resiko dan selanjutnya meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

Meninjau teori *trade off* yang menyatakan bahwa semakin besar hutang, semakin besar resiko ketidakmampuan perusahaan membayar hutang dan bunga. Akibat dari naiknya resiko kecenderungan pasar merespon negatif yang terrefleksi dengan penurunan harga saham. Dengan menurunnya harga saham maka nilai perusahaan akan turun. Tentunya ini berlaku sebaliknya semakin besar pendanaan yang berasal dari modal sendiri, maka resiko perusahaan tidak mampu membayar hutang makin rendah, pasar mempersepsikan positif, harga saham cenderung meningkat dan nilai perusahaan akan meningkat. Hasil temuan ini diperkuat oleh hasil survey Wuryandani (2005) dan Handaka (2008). Handaka (2008) menyatakan sebelum krisis moneter (sebelum tahun 1998) pembiayaan pengembang sebagian besar didanai kredit perbankan dan kredit offshore, namun setelah

krisis moneter pola pembiayaan investasi lebih fokus menggunakan modal sendiri dan *preselling*.

Hal ini dapat dibuktikan kondisi sektor properti dan real estat tahun 1999 yang dinyatakan oleh Nurdin (1999) bahwa pada saat terjadi krisis moneter dimana perusahaan disektor properti dan real estat mengalami krisis likuiditas karena banyak menggunakan hutang jangka pendek untuk membiayai investasi. Hal yang sama juga dikemukakan Handaka (2008) bahwa sebelum terjadi krisis pembiayaan pengembang sebagian besar didanai oleh kredit perbankan dan kredit offshore. Berdasarkan hasil penelitian tersebut dapat dikatakan bahwa investor melihat bahwa keputusan pendanaan mempunyai peran penting dalam menentukan resiko perusahaan pada sektor properti dan real estat. Karena keputusan pendanaan yang salah akan berdampak pada resiko yang harus ditanggung oleh perusahaan.

Hasil penelitian ini diperkuat oleh hasil survey Wuryandani, Hermanto, Prasetya (2005) yang mengatakan bahwa dilihat dari perbankan untuk mengurangi resiko tidak tertagihnya hutang pada perusahaan disektor properti maka berdasarkan jangka waktunya alokasi kredit properti baik investasi maupun kredit konsumsi cenderung lebih digunakan untuk kegiatan yang berjangka panjang dan kredit modal kerja cenderung lebih digunakan untuk pembiayaan operasional yang bersifat jangka pendek. Disamping itu pengalokasian kredit, untuk mengurangi resiko bagi perbankan, maka perbankan melakukan kerjasama dengan pengembangan dan perusahaan tertentu dalam melakukan ekspansi kredit properti kepada pegawai perusahaan dimaksud (*Implant Banking Program*). Program kerjasama ini juga dapat mengurangi resiko bagi perusahaan karena resiko tersebut dialihkan pada pihak perbankan.

Penelitian ini juga memperkuat hasil penelitian Indarti dan Ariyanto, (2005); menyatakan bahwa terdapatnya perbedaan kebijakan pendanaan yang signifikan antara perusahaan tumbuh dengan yang tidak tumbuh dimana perusahaan yang tumbuh memiliki kebijakan pendanaan melalui hutang dalam struktur modalnya (*rasio debt/equity*) lebih kecil dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh.

Pengaruh kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan dengan mediasi resiko yang timbul dari keputusan perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan ditemukan bahwa kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis H3a yang menyatakan bahwa kebijakan deviden mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan *relevance Theory MM* dan *Bird on the Hand Theory* yang dikemukakan Gordon (1961). *Relevance Theory* mengatakan bahwa pembayaran deviden akan meningkatkan nilai perusahaan dengan penjelasan sebagai berikut; perusahaan yang membayar deviden menimbulkan kesan positif bagi investor mengenai prospek pendapatan perusahaan dimasa akan datang. Kesan positif perusahaan direspon oleh pasar dengan meningkatnya harga saham yang juga berarti meningkatkan nilai perusahaan.

Bird in the hand Theory menyatakan bahwa pembayaran deviden saat ini kepada pemegang saham berarti mengurangi ketidakpastian (resiko) pendapatan dari pemegang saham. Dalam *Bird in the hand Theory* menyatakan bahwa satu burung ditangan lebih berharga dari seribu burung di udara dengan kata lain investor lebih menyukai hasil yang pasti dibanding hasil yang tinggi namun tidak pasti. Secara teoritik investor lebih menyukai pembayaran deviden daripada capital gain.

Teori *signaling* juga berperan dalam kebijakan deviden karena teori *signaling* menyatakan bahwa pembayaran deviden dipakai sebagai signal bagi perusahaan untuk menginformasikan prospek perusahaan dimasa akan datang. Jika perusahaan merasakan prospek dimasa yang datang baik maka perusahaan meningkatkan deviden yang dibayarkan dan sebaliknya jika prospek mendatang menurun maka perusahaan akan menurunkan pembayaran devidennya. Peningkatan atau penurunan pembayaran deviden akan berdampak terhadap resiko perusahaan. Resiko perusahaan akan meningkat apabila perusahaan tidak dapat membayar deviden atau menurun pembayaran deviden dan sebaliknya resiko perusahaan akan

menurun bila perusahaan membayar deviden lebih tinggi. Koefisien jalur negatif yang ditemukan dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kenaikan pembayaran deviden akan menyebabkan resiko perusahaan menurun, namun berdasarkan hasil penelitian kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap resiko perusahaan.

Pengaruh Resiko terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian ditemukan bahwa resiko mempunyai pengaruh yang signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis (H.4.) yang menyatakan bahwa resiko mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien negatif ini menunjukkan peningkatan resiko akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori *trade off* yang menyatakan bahwa semakin besar hutang maka semakin besar resiko kebangkrutan yang akan ditanggung perusahaan sehingga akan menyebabkan nilai perusahaan menjadi turun. Hal ini disebabkan semakin besarnya beban bunga yang harus dibayarkan sehingga kemampuan perusahaan membayar hutang semakin rendah. Semakin meningkatnya beban bunga tetap yang harus dibayarkan akan meningkatkan resiko finansial selanjutnya pendapatan yang diperolehnya semakin menurun selanjutnya berdampak pada resiko yang timbul dan berakibat pada nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini memperkuat hasil penelitian terdahulu yang dilakukan Muslimin (2006), Ismail (2005), Wasnieski (2008) yang menyatakan bahwa resiko mempunyai pengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak memperkuat hasil penelitian Wijanarko (2008), Sudarma (2004) dan Mas'ud (2008) yang menemukan bahwa resiko tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian ini dapat menjelaskan bahwa investor yang ingin berinvestasi pada sektor properti dan real estat lebih mempertimbangkan resiko perusahaan akibat keputusan pendanaan. Pada perusahaan sektor properti dan real estat nilai perusahaan ditentukan oleh resiko perusahaan yang timbul akibat terutama keputusan pendanaan, kemudian baru keputusan investasi dan kebijakan deviden. Pengambilan keputusan pendanaan

yang salah akan mengakibatkan perusahaan menanggung resiko yang besar dan akan berdampak pada nilai perusahaan. Hal ini terjadi pada tahun 1999 pada saat terjadi krisis moneter sebagaimana dikemukakan Nurdin (1999) bahwa Perusahaan-perusahaan di sektor properti dan *real estat* yang *go public*, sebagian besar menggunakan pinjaman dana jangka pendek dari luar negeri dan digunakan untuk pembiayaan jangka panjang seperti membangun proyek sehingga banyak perusahaan mengalami kesulitan pendanaan (Nurdin, 1999).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan tentang keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan deviden terhadap resiko dan nilai perusahaan pada perusahaan properti dan real estat di Bursa Efek Indonesia dapat disimpulkan sebagai berikut:

Perubahan pola pembiayaan investasi di perusahaan-perusahaan disektor properti dan real estat yang semula bersumber dari pinjaman dana jangka pendek dari luar negeri dan sekarang bersumber dari penjualan produk secara *preselling* dan modal sendiri yang berasal dari internal perusahaan dapat memperbaiki keputusan investasi yang dilakukan oleh perusahaan menjadi lebih baik dan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pada perusahaan properti dan real estat keberlakuan teori *risk and return* terbukti karena investasi yang dilakukan adanya jaminan pembeli dan pembiayaan atas investasi tersebut lebih banyak bersumber dari modal sendiri dan *preselling* dari pada hutang sehingga resiko perusahaan menjadi kecil dan nilai perusahaan menjadi meningkat.

Keputusan Pendanaan yang baik hanya mampu meningkatkan nilai perusahaan bila keputusan pendanaan tersebut mampu menurunkan resiko perusahaan. Selanjutnya keputusan pendanaan yang baik dapat diartikan bahwa keputusan tersebut dapat menghasilkan manfaat yang lebih besar dibandingkan kerugian yang timbul akibat keputusan tersebut sehingga meningkatkan nilai dari perusahaan. Penelitian ini mengembangkan keberlakuan teori *trade off* dan teori struktur modal MM dengan pajak pada perusahaan disektor properti dan real estat di Bursa Efek Indonesia.

Kebijakan deviden tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan pada perusahaan disektor properti dan real estat baik dengan mediasi resiko perusahaan. Hal ini disebabkan bahwa present value dari aliran kas dimasa mendatang (dividen dan capital gain) tetap sama. Dengan kata lain, kebijakan deviden hanya mengubah timing pembayaran deviden sedemikian rupa sehingga total aliran kas yang akan diterima dimasa mendatang akan tetap sama. Investor pada sektor properti tidak melihat pembayaran deviden suatu hal yang penting dalam meningkat nilai perusahaan tetapi investor melihat terutama pada prospek dan pertumbuhan perusahaan dimasa datang artinya dalam penelitian ini menemukan bahwa teori *Bird in Hand* dan teori *signaling* tidak terbukti.

4 Penelitian ini menemukan bahwa penurunan resiko perusahaan di perusahaan-perusahaan disektor properti dan real estat mampu meningkatkan nilai perusahaan sebaliknya peningkatan resiko menyebabkan nilai perusahaan turun. Hasil penelitian ini dapat menjelaskan bahwa investor yang berinvestasi pada sektor properti dan real estat melihat resiko perusahaan sebagai akibat keputusan pendanaan yang diambil perusahaan sehingga adanya pengembangan keberlakuan teori *trade off* untuk perusahaan yang didanai sebagian besar dari modal sendiri.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan dapat dikemukakan saran-saran sebagai berikut:

Keputusan Pendanaan haruslah menjadi pertimbangan bagi perusahaan properti dan real estat dalam investasi. Karena kesalahan dalam penetapan keputusan pendanaan akan mengakibatkan resiko bagi perusahaan dalam investasi meningkat sehingga peningkatan resiko akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Resiko perusahaan tidak hanya dipertimbangkan sebelum membuat keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden tetapi resiko juga harus dipertimbangkan sebagai akibat dari pelaksanaan keputusan tersebut.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan disektor properti dan real estat maka sebaiknya penelitian ini lebih dikembangkan lagi untuk sektor-sektor lainnya mempunyai karekteristik yang berbeda pula.

Penelitian berikutnya sebaiknya memasukkan variabel makro ekonomi seperti pertumbuhan ekonomi, kurs, inflasi dan tingkat bunga sebagai bahan pertimbangan dalam penentuan resiko perusahaan secara langsung sehingga dampak pertumbuhan ekonomi, perubahan kurs, inflasi dan tingkat bunga dapat dianalisis secara langsung terhadap nilai perusahaan.

DAFTAR RUJUKAN

- Asquith, P., and David, W.M., Jr. 1983. "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth," *Journal of Business*, Vol. 56(1), 77–96.
- Bernadi, K., Jemmi. 2007. *Analisis Pengaruh Cashflow dan Kebijakan Pecking Order terhadap Leverage dan Investasi serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan-Perusahaan Sektor Manufaktur)* Disertasi, Universitas Brawijaya.
- Chen, L.H., and George, J.J. 2001. The Determinants of Dutch Capital Structure Choice, *Journal of Finance*, September 2001.
- Damodaran, A. 2006. *Applied Corporate Finance*, User Manual, Second Edition, John Wiley & Son, New York
- Djumahir. 2005. *Pengaruh Variabel-Variabel Tax Shield dan Non-Tax Shield terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan*, Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Fadah, I. 2007. *Analisis Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Dividen Kas dan Biaya Keagenan serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta)*, Disertasi, Universitas Brawijaya.
- Fama, E.F., and H. Blasiak. 1968. Dividend Policy: An Empirical Analysis, *Journal of The American Statistical Association*, Vol. 63, (324); 1132–1161.
- Fama, F., Eugene, and Kenneth, R.F. 1997. Taxes, Financing Decision and Firm Value, *Journal of Finance*, May 1997.
- Gordon, M.J. Optimal Investment and Financing, *Journal of Finance*, Mei 1963, p 264–272.
- Handaka. 2008. *Properti Jakarta Tak Berpengaruh Bisnis Global*, Kompas 27 Oktober 2008.
- Harkins, E.P., and Francis, J.W., Jr. 1971. *Dividend Policies and Practices*. New York: The Conference Board, Inc.
- Hasnawati, S. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan, *Manajemen Usahawan Indonesia*, No 09/ TH XXXIV.
- Hatfield, Gay, B., Louis, T.W. Cheng, and Wallace, N. Davidson III. 1994. The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value, *Journal of Financial and Strategic Decision*, Vol 7, No 3.

- Husnan. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: YKPN.
- Jacob, N., and Pettit, R.R. 1989. *Investment: Management Decisions and value*, Toppan Co Ltd, and Richard D Irwin, Printed in Singapore.
- Jensen, M. 2001. *Value Maximization, Stakeholder Theory, and The Corporate Objective Function*, *Journal of Finance*, October 29.
- Kaestner, R., dan F.Y. Liu. 1998. New Evidence on The Information Content of Dividend Announcement, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 38, [2]:251–274.
- Mas'ud, M. 2008. *Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia)*. Disertasi, Universitas Brawijaya.
- Miller, M., & Rock, K. 1985. "Dividend Policy Under Asymmetric Information" *Journal Of Finance*. Pp 1031–1051.
- Modigliani, F., and Miler, M.H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, *The American Economic Review*, Volume XLVIII, June 1958.
- Muslimin. 2006. *Analisis Struktur Kepemilikan, Pertumbuhan Perusahaan dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan*, Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Nirwana, A. 2009. *Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEJ)*. Disertasi, Universitas Brawijaya.
- Nurdin, D. 1999. Resiko Investasi pada Saham Properti di Bursa Efek Jakarta, *Manajemen Usahawan Indonesia*, No 03/TH XXVIII.
- Ratnawati, K. 2001. "Analisa Perbedaan Struktur Modal dan Fakta Interen Perusahaan Industri PMA dan Perusahaan Industri PMDN di Bursa Efek Jakarta, Serta Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan". *Disertasi*. Pascasarjana Universitas Airlangga, Surabaya.
- Stenbacka, R., and Mihkel, T. 2002. Investment, Capital Structure and Complementarities Between Debt and New Equity, *Management Science*, Vol.48, No 2, pp. 257–272.
- Sudarma, M. 2004. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri yang Go Public di BEJ)*. Disertasi, Universitas Brawijaya.
- Sujoko. 2007. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Strategi Diversifikasi, Leverage Faktor Intern dan Ekstern terhadap Nilai Perusahaan*. Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
- Wasniewski. 2008. *Corporate Risk and Shareholder Value*, <http://ssrn.com>. March 29 2009.
- Wijanarko, H. 2008. *Analisis Kebijakan Pendanaan Perusahaan dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Sector Manufaktur yang Terdaftar di BEI)*. Disertasi, Universitas Brawijaya.
- Wuryandani, G., Martinus, J.H., Riski, P. 2005. Perilaku Pembiayaan dalam Industri Properti, *Bank Indonesia*.