

EFEK MEDIASI KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PENGARUH GUGUS KESEMPATAN INVESTASI (IOS) TERHADAP RASIO HUTANG DAN NILAI PERUSAHAAN

Rudolf L Tobing

Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Krida Wacana, Jakarta

ABSTRACT

Investing in stock has become a common thing for investors. The aim of investors in investing in stocks is to get a return, either in of capital gains or dividends. To get profitable investment, investors must be able to analyze their investments. Return the value of the firm is reflected by the value of the firm which valuable in the market. Firm value as measured by Tobin's Q is affected by several factors such as investment opportunity set, debt ratio and dividend policy of the firm. This study aims to measure the effect of the investment opportunity set (IOS) and debt ratio to the value of firm with dividend policy as intervening variable. IOS is measured by market to book value of assets ratio, market to book value of equity ratio, and EPS/PRICE. Debt ratio is measured by debt to equity ratio, while dividend policy is measured by using the dividend yield. This study used secondary data which taken on an annual basis from 2011 to 2013. The data used as the sample firms are all industries that listed in the Indonesian Stock Exchange except for the banking and other financial institution industry. Test for the model coefficients were conducted by regression and path analysis. The findings of this study showed that IOS has significant negative effect on dividend policy and debt ratio, but IOS has positive significant effect on firm value. While the dividend policy has a positive significant on debt ratio and firm value, while the debt ratio has a positive significant effect on firm value. The conclusions of this study explained that the positive effect on firm value is not IOS increasingly significant when the company decides to pay dividends.

Keywords: *investment opportunity set, debt ratio, firm value, dividends, path analysis*

ABSTRAK

Investasi dalam saham sudah menjadi hal umum bagi investor. Tujuan investor dalam berinvestasi dalam saham adalah untuk mendapatkan return, baik berupa capital gain ataupun dividen. Untuk memperoleh investasi yang menguntungkan, investor harus mampu untuk menganalisis investasinya. Return tercermin pada nilai perusahaan yang bernilai bagi pasar. Nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain kesempatan investasi, rasio hutang dan kebijakan dividen perusahaan. Studi ini bertujuan untuk mengukur efek investment opportunity set (IOS) terhadap rasio hutang dan nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. IOS diukur dengan market to book value of asset ratio, market to book value of equity ratio, dan EPS/PRICE, rasio hutang diukur dengan menggunakan debt to equity ratio, sedangkan kebijakan dividen diukur dengan menggunakan dividend yield. Studi ini menggunakan data sekunder yang diambil secara tahunan dari tahun 2010 hingga 2012. Data perusahaan yang digunakan sebagai sampel adalah seluruh industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) kecuali industri perbankan dan lembaga keuangan lainnya. Pengujian koefisien model dilakukan dengan model persamaan berjenjang dan analisis jalur. Temuan dari studi ini menunjukkan bahwa IOS berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen, rasio hutang, namun IOS berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Sementara kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang dan nilai perusahaan, sedangkan rasio hutang berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Simpulan dari studi ini memaparkan bahwa efek positif IOS terhadap nilai perusahaan tidak semakin signifikan ketika perusahaan memutuskan membayar dividen.

Kata Kunci: *investment opportunity set, rasio hutang, nilai perusahaan, dividen, analisis jalur*

PENDAHULUAN

Pola perilaku harga saham akan menentukan pola *return* yang diterima dari suatu saham yang diperdagangkan di pasar modal. Ketika berinvestasi pada saham suatu perusahaan, investor akan memperhatikan kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Kebijakan dividen setiap perusahaan dapat berbeda tergantung pada manajemen dan kondisi perusahaan. Investor yang menginginkan dividen daripada *capital gain*, akan menginvestasikan dananya pada perusahaan dengan kebijakan dividen yang tinggi. Kebijakan dividen perusahaan dapat berdampak pada nilai perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang dikaitkan dengan harga saham. Nilai perusahaan lazim diindikasikan dengan *price to book value* yang dapat membuat pasar percaya atas prospek perusahaan. Namun, dalam suatu perusahaan kerap terjadi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham yang dapat mengakibatkan berkurangnya kekayaan pemegang saham. Manajemen memiliki kecenderungan berperilaku oportunistik demi kepentingannya sendiri, yang sering tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Untuk membatasi tindakan manajer yang oportunistik, pemegang saham memerlukan upaya pengawasan melalui mekanisme yang dapat meminimumkan biaya keagenan melalui kebijakan utang atau *leverage*. Penggunaan dana dengan utang dapat dimaksudkan untuk menempatkan perusahaan pada kondisi diawasi oleh pihak lain selain pemegang saham, yaitu *bondholder* atau kreditur. Proposisi Modigliani & Miller (1958) mengenai struktur modal menyebutkan bahwa utang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui penghematan pajak. Besarnya utang diartikan sebagai sinyal yang bagus bagi perusahaan untuk berinvestasi, karena perusahaan yang memiliki utang besar menunjukkan nilai perusahaan besar (Asnawi, 2001). Di sisi lain, kaitannya dengan kebijakan dividen, seperti yang dipaparkan pada studi Tobing (2014) bahwa perusahaan yang memiliki rasio utang

tinggi cenderung membayar dividen tinggi, hal ini disebabkan pembayaran dividen yang tinggi periode sebelumnya meningkatkan kebutuhan dana perusahaan, sehingga perusahaan akan meningkatkan utangnya.

Untuk meningkatkan nilai perusahaan selain membuat kebijakan dividen, perusahaan harus juga mampu menggunakan kesempatan investasi dengan baik. Myers (1977), Adam & Goyal (2008) menyebutkan bahwa gugus kesempatan investasi atau *Investment Opportunity Set (IOS)* yang merupakan kombinasi aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi pada masa mendatang dengan NPV positif, mempunyai peranan penting dalam kebijakan keuangan perusahaan. IOS berpengaruh besar terhadap cara bagaimana suatu perusahaan dilihat oleh manajer, pemilik, investor dan kreditur, sehingga IOS perusahaan akan mempengaruhi kebijakan utang ataupun kebijakan dividen perusahaan yang berdampak akhir pada nilai perusahaan (Kallapur dan Trombley, 1999).

Perumusan Masalah

Umumnya investor termotivasi untuk melakukan investasi pada suatu instrumen yang diminati dengan harapan memperoleh tingkat *return* yang sesuai, sehingga keterkaitan antara variabel-variabel yang mempengaruhi tingkat *return* ini menarik untuk diteliti, seperti yang akan dipaparkan pada perumusan masalah pada studi ini, yakni: "Apakah efek gugus kesempatan investasi atau *investment opportunity set* pada nilai perusahaan yang *go public* akan semakin kuat pengaruhnya ketika kebijakan dividen dan rasio utang perusahaan meningkat?"

Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan dan manfaat dari studi ini adalah untuk menguji dan menganalisis *investment opportunity set* mempengaruhi nilai perusahaan melalui rasio utang (*leverage*) dan kebijakan dividen, sehingga hasil dari studi ini diharapkan dapat bermanfaat bagi investor sebagai tambahan informasi untuk memilih investasi yang tepat dalam penyertaan modalnya di pasar modal.

KERANGKA PEMIKIRAN DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Berdasarkan kajian literatur, landasan teori dan hasil-hasil penelitian sebelumnya dapat dibuat suatu kerangka pemikiran teoritis dan paradigma penelitian pada studi ini seperti tertuang pada hubungan dan hipotesis-hipotesis penelitian di bawah ini:

Hubungan IOS dengan kebijakan dividen

Bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi akan memiliki kebijakan dividen yang berbeda dengan perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah. Hal ini dikarenakan manajer berusaha untuk mendanai investasi tersebut dan mengurangi keuntungan yang didapatkan oleh pemegang saham. Hasil hubungan antara IOS dan kebijakan dividen konsisten pada beberapa penelitian. Studi Smith & Watts (1992), Gaver & Gaver (1993), dan Gul (1999) menunjukkan adanya hubungan negatif yang signifikan antara *dividend yield* dengan IOS. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi akan membagikan dividen yang rendah karena dana yang diperoleh perusahaan digunakan untuk membiayai investasi, sehingga dipostulasikan hipotesis penelitian

H1: IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Hubungan IOS dengan rasio utang (*leverage*)

Pecking order theory menjelaskan bahwa manajer lebih menyukai menggunakan pendanaan internal dari pada menggunakan pendanaan eksternal (utang) dalam membiayai kegiatannya (Myers & Majluf, 1984; Baskin, 1989). Hal ini dikarenakan manajer tidak ingin mengambil risiko yang besar dengan menggunakan utang untuk membiayai investasinya, sehingga terdapat hubungan yang negatif antara IOS dengan rasio utang, yang dipostulasikan dalam hipotesis penelitian berikut:

H2 : IOS berpengaruh negatif terhadap rasio utang

Hubungan IOS dengan nilai perusahaan

Fama & French (2001) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi yang berisi informasi

mengenai sinyal-sinyal akan prospek perusahaan di masa mendatang. Myers (1977), Smith & Watts (1992) menyatakan bahwa IOS memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang, sehingga prospek perusahaan dapat ditentukan oleh IOS. Dengan menambah kegiatan investasi maka nilai perusahaan akan meningkat. Proposisi ini mendukung paparan Julio & Ikenberry (2004) bahwa IOS berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H3 : IOS berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hubungan kebijakan dividen dengan nilai perusahaan

Suatu informasi yang bernilai positif akan mempengaruhi harga saham pada waktu informasi ini diumumkan dan diterima oleh pelaku pasar. Informasi mengenai kebijakan dividen suatu perusahaan akan memberikan reaksi bagi para investor yang pada akhirnya mempengaruhi nilai perusahaan. Menurut Gordon (1963) dan Lintner (1962) bahwa dividen lebih kecil risikonya daripada *capital gain*, sehingga dividen setelah pajak akan meminimumkan biaya modal dan akan menaikkan nilai perusahaan. Namun, menurut teori *tax preference*, dividen yang rendah akan meningkatkan nilai perusahaan karena dividen dikenakan pajak, sehingga banyak investor tidak menghendaki pembayaran dividen yang tinggi, seperti postulasi hipotesis penelitian di bawah ini:

H4 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hubungan kebijakan dividen dengan rasio utang (*leverage*)

Tobing (2014) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap rasio utang. Pembayaran dividen yang besar pada periode sebelumnya akan meningkatkan kebutuhan kas di masa mendatang, sehingga perusahaan akan melakukan peminjaman (utang) yang lebih besar. Hal ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen yang besar akan disertai dengan rasio utang yang tinggi. Dengan hipotesis penelitian:

H5 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap rasio utang

Hubungan rasio utang (*leverage*) dengan nilai perusahaan

Proposisi Modigliani & Miller (1958) menyebutkan bahwa kebijakan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan menggunakan utang, perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaannya seiring dengan pengurangan pajak akibat biaya bunga utang yang dibayar perusahaan. Jensen (1986) juga menyatakan bahwa adanya utang akan dapat mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh pihak manajemen, sehingga dapat menghindari investasi yang tidak produktif oleh manajer, yang kemudian akan meningkatkan nilai perusahaan.

H6 : Rasio utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hubungan IOS dengan nilai perusahaan melalui kebijakan dividen

Grullon & Michaely (2002), dan Fama & French (2001) yang menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan dikaitkan dengan hasil temuan Gaver & Gaver (1993) yang menunjukkan bahwa IOS berpengaruh negatif terhadap dividen, serta menurut Julio & Ikenberry (2004) yang menyatakan bahwa pembagian dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, maka dapat dipostulasikan hubungan antara ketiga variabel tersebut dalam bentuk hipotesis bahwa efek positif IOS terhadap nilai perusahaan akan semakin berkurang ketika kebijakan dividen meningkat. Hipotesis penelitian yang dipostulasikan pada studi ini adalah:

H7 : Efek positif IOS terhadap nilai perusahaan akan semakin berkurang ketika kebijakan dividen meningkat

Hubungan IOS dengan nilai perusahaan melalui rasio utang (*leverage*)

Seperti telah dijelaskan di atas bahwa IOS memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Grullon & Michaely, 2002; Fama & French, 2001) dan IOS berpengaruh negatif terhadap *leverage* (Myers & Majluf, 1984; Baskin, 1989), demikian juga Tobing (2014) yang memaparkan bahwa perusahaan

dengan peluang investasi yang tinggi akan mempertahankan kapasitas risiko utang yang rendah untuk menghindari investasi dibiayai oleh penerbitan ekuitas yang lebih berisiko, dan proposisi Modigliani & Miller (1958) yang menyebutkan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sampai pada tingkat tertentu yang dapat dikalkulasi, maka dapat dipostulasikan bentuk hubungan bahwa efek IOS terhadap nilai perusahaan akan semakin berkurang ketika rasio utang meningkat. Hipotesis penelitian yang dipostulasikan pada studi ini adalah:

H8 : Efek positif IOS terhadap nilai perusahaan akan semakin berkurang ketika rasio utang meningkat.

BAHAN DAN METODE

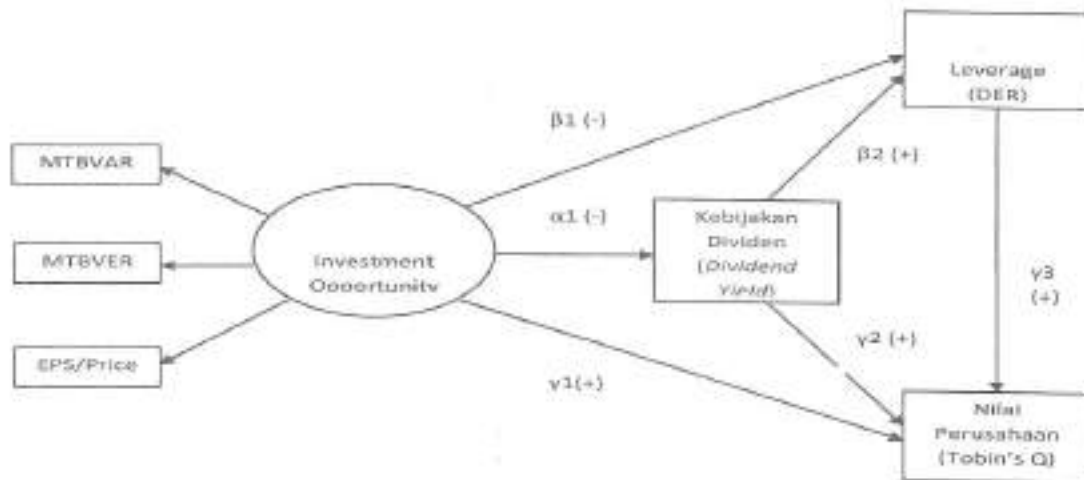
Obyek dari penelitian ini adalah 64 perusahaan sektor non keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia yang membagikan dividen 3 tahun berturut-turut dalam periode tahun 2011 sampai 2013. Rancangan penelitian menggunakan desain penelitian deskriptif.

Variabel dependen dalam studi ini adalah nilai perusahaan yang diukur dengan *Tobin's Q* yang merefleksikan nilai bersih dari *market value share* perusahaan, *total debt* perusahaan, dan *total asset* perusahaan. Variabel *intervening* dalam studi ini adalah kebijakan dividen dan rasio utang (*leverage*). Kebijakan dividen menunjukkan seberapa besar dividen yang dibagikan kepada investor, yang diukur dengan nilai pasar ekuitasnya (*dividend yield*). Sedangkan rasio utang menunjukkan sejauh mana perusahaan dibiayai dengan utang, yang diukur melalui proporsi utang terhadap jumlah ekuitas (DER). Kemudian variabel independen pada studi ini adalah *Investment Opportunity Set* (IOS) sebagai variabel laten, yang diukur dengan proksi reflektif berbasis harga saham (*Market to Book Value of Asset Ratio*/MTVAR), *Market to Book Value of Equity Ratio* (MTVER), dan *Earning to Price Ratio* (EPS/Price).

Teknik analisis data yang digunakan adalah *Principal Component Analysis* (PCA) yang bertujuan untuk mereduksi dimensi data dengan cara menyatakan variabel asal sebagai kombinasi linear sejumlah faktor, sehingga mampu menjelaskan sebesar mungkin

keragaman data yang dijelaskan oleh variabel asal. Setelah beberapa komponen hasil PCA diperoleh, maka komponen tersebut menjadi variabel bebas baru yang akan diregresikan atau dianalisis pengaruhnya terhadap variabel dependen dengan menggunakan model

persamaan regresi linier ganda $Y_j = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \epsilon_j$, dan analisis jalur (*path analysis*) untuk menguji variabel *intervening* model empiris penelitian, seperti pada piktograf di bawah ini:



Gambar 1. Piktograf Model Empiris Penelitian
Sumber : Model empiris yang dikembangkan

Model persamaan (1)

dividen: $DIV = \alpha_1.IOS + \epsilon_1$

Model persamaan (2)

rasio utang: $DER = \beta_1.IOS + \beta_2.DIV + \epsilon_2$

Model persamaan (3) nilai perusahaan:

$VAL = \gamma_1.IOS + \gamma_2.DIV + \gamma_3.DER + \epsilon_3$

Dimana:

DIV = dividen, DER = rasio utang,

VAL = nilai perusahaan

IOS = Investment Opportunity Set

$\alpha_1, \beta_1, \beta_2, \gamma_1, \gamma_2, \gamma_3$ = koefisien-koefisien jalur

$\epsilon_1, \epsilon_2, \epsilon_3$ = kesalahan acak.

HASIL PENELITIAN DAN DISKUSI

Hasil pengolahan data dan pengujian hipotesis statistik pada 64 perusahaan yang menjadi sampel pada studi ini memberikan hasil-hasil pengujian sebagai berikut:

Variabel yang membutuhkan reduksi adalah Investment Opportunity Set (IOS) yang menggunakan 3 indikator, yaitu MTVAR, MTVER, dan EPS/PRICE, seperti tabel hasil ekstraksi berikut:

Tabel 1. Hasil Ekstraksi PCA – IOS

Total Variance Explained

Componen	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2,023	67,431	67,431	2,023	67,431	67,431
2	0,964	32,145	99,576			
3	0,013	0,424	100,000			

Tabel 1 menunjukkan ketiga variabel diringkas menjadi satu faktor dengan total variance explained untuk masing-masing variabel

IOS sebesar 67,431%, kombinasi linier variabel unobserved IOS adalah $IOS = 0,987MTVAR + 0,990MTVER - 0,263EPSPRICE$.

A. Model Persamaan Struktural Kebijakan Dividen:

Tabel 2. Hasil Regresi Model Persamaan Kebijakan Dividen

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1,740E-6	0,071		0,000	1,000
	IOS	-0,171	0,071	-0,171	-2,390	0,018

B. Model Persamaan Leverage

Tabel 3. Hasil Regresi Linier Model Persamaan Leverage

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-3,290E-6	0,072		0,000	1,000
	IOS	-0,155	0,073	-0,155	-2,125	0,035
	DIV	-0,029	0,073	-0,029	-0,398	0,691

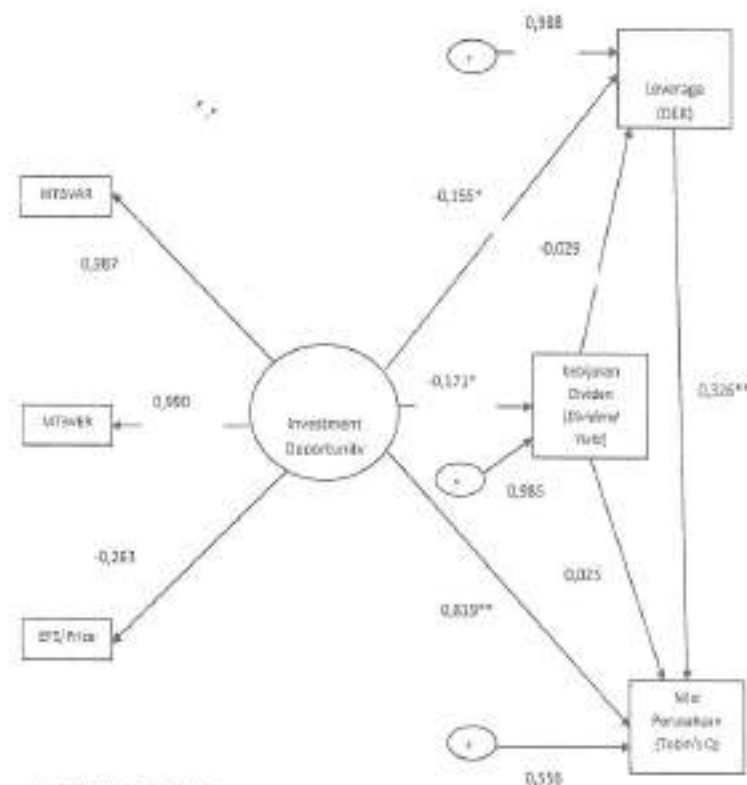
Dependent Variable: DER

C. Model Persamaan Value

Tabel 4. Hasil Regresi Model Persamaan Value

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0,000	0,040		0,003	0,998
	IOS	0,819	0,042	0,819	19,667	0,000
	DIV	0,025	0,041	0,025	0,608	0,544
	DER	0,326	0,041	0,326	7,939	0,000

Dependent Variable: VAL



**| Signifikan pada $\alpha = 0,05$

Gambar 2. Diagram Jalur

Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa variabel IOS berpengaruh positif signifikan terhadap variabel nilai perusahaan sebesar 0,819. Variabel kebijakan dividen berpengaruh positif tidak signifikan terhadap variabel nilai perusahaan sebesar 0,025. Sedangkan variabel rasio

hutang (leverage) berpengaruh positif signifikan terhadap variabel nilai perusahaan sebesar 0,326. Baik variabel IOS dan rasio hutang memiliki pengaruh tidak langsung terhadap variabel nilai perusahaan dengan variabel kebijakan dividen sebagai variabel intervening.

Tabel 5. Dividen menjembatani pengaruh IOS dan Rasio Utang terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh	IOS-DIV-DER-VAL	IOS-DIV-VAL	DIV-DER-VAL	IOS-DER-VAL
Langsung	0,819**	0,819**	0,025	0,819**
Tidak Langsung	0,001617	-0,004275	0,009454	-0,05053
TOTAL	0,820617	0,814725	0,015546	0,76847

Catatan : **) signifikan pada $\alpha = 0,05$

Berdasarkan Tabel 5, ditunjukkan bahwa efek positif variabel IOS terhadap nilai perusahaan akan semakin positif ketika kebijakan dividen dan rasio utang meningkat, namun kenaikan positif ini tidak signifikan sehingga kebijakan dividen dan rasio utang tidak menjembatani pengaruh IOS terhadap nilai perusahaan. Demikian halnya ketika hanya variabel kebijakan dividen yang menjembatani pengaruh IOS terhadap nilai perusahaan, efek positif variabel IOS akan semakin negatif namun tidak signifikan ketika kebijakan dividen meningkat, hal ini berarti kebijakan dividen tidak menjembatani pengaruh IOS terhadap nilai perusahaan. Efek positif kebijakan dividen akan semakin positif namun tidak signifikan ketika rasio utang meningkat. Hal ini berarti rasio utang tidak menjembatani pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Lain halnya dengan efek positif IOS terhadap nilai perusahaan yang dijembatani oleh variabel rasio utang. Efek positif IOS akan semakin negatif ketika rasio utang meningkat, dengan demikian variabel rasio utang menjembatani pengaruh IOS terhadap nilai perusahaan.

PEMBAHASAN HASIL

1. *Investment Opportunity Set (IOS)*

Hasil pengujian model kebijakan dividen menunjukkan bahwa IOS berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil ini mendukung temuan Smith & Watts (1992), Gaver & Gaver (1993), dan Gul (1999) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif IOS terhadap dividend yield. Perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi di masa depan akan berusaha untuk mendanai investasi mereka dengan sumber dana yang paling tidak berisiko, yaitu laba ditahan. Demikian pula, untuk model rasio utang yang menunjukkan perilaku sama. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi akan menggunakan sumber dana yang paling tidak berisiko untuk mendanai investasi sehingga perusahaan cenderung untuk tidak menggunakan utang, karena dapat meningkatkan risiko keuangan perusahaan. Hasil temuan ini mengkonfirmasi berlakunya teori pecking order (Baskin, 1989). Estimasi model nilai perusahaan menunjukkan IOS berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil temuan ini mendukung studi Myers (1977), dan Smith & Watts (1992) yang menunjukkan pengaruh positif IOS terhadap nilai perusahaan. IOS memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa mendatang (Julio & Ikenberry, 2004). Jadi prospek perusahaan dapat ditaksir dari IOS. Dengan menambah kegiatan investasi maka nilai perusahaan akan meningkat.

2. *Rasio Utang (Leverage)*

Hasil pengujian model value menunjukkan bahwa rasio utang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini

konsisten dengan proposisi dari Modigliani & Miller (1958) yang mempostulasikan bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga mengurangi pembayaran pajak. Hasil temuan ini juga mengkonfirmasi pendapat Jensen (1986) yang menyatakan bahwa utang dapat mengendalikan penggunaan free cash flow secara berlebihan oleh pihak manajemen ke dalam proyek-proyek yang kurang produktif, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

3. Kebijakan Dividen

Hasil pengujian model rasio utang menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap rasio utang. Hasil ini sesuai dengan yang dikemukakan oleh Grullon & Michaely (2002) bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap rasio utang. Namun, hasil temuan ini belum dapat mengkonfirmasi hasil studi Tobing (2014) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap rasio utang. Dari model nilai perusahaan ditunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan yang dikemukakan oleh Lintner (1962) dan Gordon (1963) yang menyebutkan bahwa dividen lebih kecil risikonya daripada capital gain, sehingga dividen setelah pajak akan meminimalkan biaya modal yang pada gilirannya akan menaikkan nilai perusahaan. Hasil temuan ini menunjukkan berlakunya teori tax preference yang menyatakan bahwa dividen yang rendah akan meningkatkan nilai perusahaan karena dividen dikenakan pajak, sehingga banyak investor tidak menghendaki pembayaran dividen yang tinggi sehingga perusahaan dengan kebijakan dividen rendah akan memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki kebijakan dividen yang tinggi.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Beberapa simpulan yang dapat ditarik dari studi ini adalah sebagai berikut:

1. IOS memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, yang berarti

prospek perusahaan dapat dilihat melalui kesempatan investasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Namun, IOS berpengaruh signifikansi negatif terhadap kebijakan dividen dan rasio utang perusahaan. Perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi berusaha mendanai investasi dengan sumber dana internal dibandingkan sumber eksternal, sehingga retained earnings perusahaan diprioritaskan untuk membiayai investasi dibandingkan dengan membayarkan dividen.

2. Efek positif IOS terhadap nilai perusahaan akan semakin negatif ketika rasio utang meningkat. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa rasio utang menjembatani negatif pengaruh IOS terhadap nilai perusahaan.
3. Kebijakan dividen dan rasio utang tidak signifikan memediasi pengaruh positif IOS terhadap nilai perusahaan. Efek positif IOS terhadap nilai perusahaan tidak semakin menguat ketika rasio utang dan kebijakan dividen meningkat. Demikian juga rasio utang tidak signifikan memediasi efek positif kebijakan dividen pada nilai perusahaan.

Saran dan Implikasi Praktis

Studi ini memberikan solusi atas temuan praktis bahwa efek positif IOS terhadap nilai perusahaan akan semakin negatif ketika rasio hutang meningkat. Dengan demikian, untuk perusahaan-perusahaan yang ingin meningkatkan nilai perusahaannya melalui kegiatan investasi sebaiknya melakukan pengendalian rasio utang pada level yang dikalkulasi agar tidak terlalu tinggi, karena rasio utang yang tinggi dapat mengurangi nilai perusahaan yang sedang memiliki kesempatan investasi yang tinggi.

DAFTAR RUJUKAN

- Adam, Tim & Vidhan K. Goyal, (2008). "The Investment Opportunity Set And Its Proxy Variables," *Journal of Financial Research*, Southern Finance Association and South Western Finance Association, vol. 31(1), pages 41-63.

- Asnawi, Said Kelana (2001), "Interclasi Antara Nilai Perusahaan, Investasi, dan Utang Pendekatan Empiris", *Jurnal Ekonomi Perusahaan*, hal 115.
- Baskin, J., (1989), "An Empirical-Investigation of the Pecking Order Hypothesis," *Financial Management* 18, 26-35.
- Fama, Eugene F. And K. French (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics of Lower Prosperity to Pay?", *Journal of Financial Economics* 60 (2001), pp. 3-43
- Gaver, J.J. and K.M. Gaver. (1993). "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies." *Journal of Accounting and Economics* 16. 125-160.
- Gordon, M. (1963). "Optimal Investment and Financing Policy." *Journal of Finance* 18, pp. 264-272.
- Grullon, G. And R. Michaely (2002), "Dividends, Share Repurchase, and the Substitution Hypothesis". *Journal of Finance* 57 (2002): pp. 1649-1684.
- Gul, F.A. (1999), "Capital Structure and Dividend Policies in Japan". *Journal of Corporate Finance*. Vol. 5 (Spring), pp. 141-168.
- Jensen, M.C dan Meckling.W.H., (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure." *Journal Of Financial Economics*, Vol.3.No 4.1976.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Overs", *American Economics Review* Vol. 76, No 2, pp.323-329.
- Julio, B. And D. Ikenberry (2004), "Reappearing Dividends". *Journal of Applied Corporate Finance* 16 (2004): pp. 18-100.
- Kallapur, Sanjay., dan Mark A Trombley. (1999). "The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Bussiness Finance & Accounting*, 26:505-519.
- Lintner, J. (1962), "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and The Supply of Capital to Corporations." *Review of Economics and Statistics* 44(1962): pp. 243-269.
- Modigliani, F. and M.H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol.48, No.13 pp.261-297.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol 13, pp.187-221.
- Myers. S (1977). "Determinants of corporate borrowing." *Journal of Financial Economics* 5, pp. 117-175.
- Smith, Clifford Jr. & Ross L. Watts, (1992). "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies." *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 32(3), pages 263-292, December.
- Tobing, Rudolf L. (2014), "Model Persamaan Berjenjang Struktur Modal: Pandangan Teori Trade-Off, Teori Pecking Order, Teori Keagenan, dan Teori Kontingensi Dalam Upaya Mengoptimalkan Struktur Modal Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2012". *Proceeding Call For Paper*. Universitas Kristen Maranatha, Bandung, Mei 2014, pages 75.