

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PENCIPTAAN NILAI  
PEMEGANG SAHAM PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG  
TERDAFTAR DI BEI**

Dwi Handarini\*  
Universitas Negeri Jakarta

---

**Article Info**

**Keywords:**

*Dividend, Financing Policies,  
Manufacturing Companies, Market  
to Book Value, Profitability,  
Shareholders Value Creation, Size*

---

**Abstract**

*In the world of investment, the shareholder interests are the main objective for the company. Companies always try to increase its value which will be increase shareholders wealth because they are the owners of the remaining assets of the company, after all obligations are fulfilled. Increasing shareholders value shows an increase in company's performance. Various decisions of a company have various impact on shareholder value. This study aims to determine the factors that influence the creation of shareholders value of 111 manufacturing companies which listed on IDX during 2011 – 2015. The shareholder value in this study is measured using market book value (MBV). Using qualitative method with 555 sample observations, this study shows that external financing policy through issuance debt and equity influence the creation of shareholders value. Meanwhile, internal financing policy does not affect shareholder value. Moreover, there are other factors that also determine shareholder value creation: profitability, dividend policy, and size. These three factors have positive effect on shareholder value. Every company is expected to be able to take the right policies to optimize the value of their shareholders.*

---

**Abstrak**

Dalam dunia investasi, kepentingan pemegang saham adalah hal utama bagi perusahaan. Setiap perusahaan selalu berusaha untuk meningkatkan nilainya, sehingga dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham. Pada hakikatnya pemegang saham adalah pemilik sisa kekayaan perusahaan, setelah segala kewajiban dipenuhi. Peningkatan nilai pemegang saham suatu perusahaan menunjukkan peningkatan kinerja dari perusahaan itu sendiri. Berbagai keputusan perusahaan memiliki dampak beragam pada nilai pemegang saham. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi penciptaan nilai pemegang saham pada 111 perusahaan manufaktur yang terdaftar dan diperdagangkan selama 2011 – 2015 di BEI. Nilai pemegang saham dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan proksi nilai pasar terhadap nilai buku (MBV). Menggunakan metode kualitatif dengan 555 observasi sampel, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan eksternal melalui hutang dan ekuitas berpengaruh terhadap penciptaan nilai pemegang saham. Sementara itu, pendanaan sendiri tidak berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Faktor lain yang juga berpengaruh terhadap penciptaan nilai pemegang saham dalam penelitian ini adalah profitabilitas perusahaan, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan. Ketiga faktor tersebut memberipengaruh positif terhadap nilai pemegang saham. Setiap perusahaan diharapkan mampu mengambil kebijakan yang tepat, sehingga dapat mengoptimalkan nilai pemegang sahamnya.

---

**How to Cite:**

Handarini, Dwi. (2018). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Pemegang Saham Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ilmiah Wahana Akuntansi*, 13(2), 157-175. <https://doi.org/10.21009/wahana.013.2.5>.

## PENDAHULUAN

Dewasa ini, kesadaran dan keikutsertaan masyarakat Indonesia pada tindakan investasi di pasar modal sudah semakin meningkat. Hal tersebut merupakan dampak dari upaya pemerintah yang sedang menggalakan motivasi masyarakat untuk bergabung dalam kegiatan investasi, salah satunya adalah berinvestasi di pasar modal. Wujud nyata upaya tersebut adalah dengan memudahkan syarat berinvestasi dan mempromosikan manfaat dari kegiatan investasi tersebut ke masyarakat. Tujuan dari kegiatan ini adalah untuk meningkatkan iklim investasi dalam negeri dan tidak lagi bergantung penuh pada investor asing yang sewaktu-waktu mungkin akan menarik investasinya. Dampak negatif dari tingginya jumlah pemodal asing di Indonesia tampak jelas saat terjadi krisis ekonomi tahun 1998. Saat itu, banyak investor asing yang menarik modalnya dan mengakibatkan gangguan hebat pada perekonomian Indonesia.

Tingginya keikutsertaan investor dalam kegiatan investasi di pasar modal tentu diiringi dengan tingginya harapan pengembalian yang baik atas investasinya tersebut. Pengembalian yang dapat diperoleh oleh seseorang yang melakukan kegiatan investasi dapat berupa dividen, pendapatan bunga, dan *capital gain* (selisih harga beli dengan harga saat melakukan penjualan kembali). Dividen dan pendapatan bunga merupakan pengembalian nyata yang jelas langsung dirasakan oleh investor dalam waktu dekat. Akan tetapi, banyak investor yang tidak hanya melakukan investasi untuk jangka waktu dekat, melainkan bermaksud untuk menjaga

investasinya itu dalam jangka waktu yang panjang dan mengharapkan keuntungan berupa *capital gain*. Salah satu cara untuk mendapatkan keuntungan berupa *capital gain* adalah dengan meningkatkan nilai investasinya di masa datang. Bagi pemegang saham perusahaan yang terdaftar di BEI, yang mereka harapkan adalah naiknya nilai investasi mereka atau nilai pemegang saham.

Sama halnya seperti setiap orang yang memiliki tujuan dalam hidupnya, begitu juga suatu perusahaan memiliki tujuan yang ingin dicapai, yaitu tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan sehingga akan meningkatkan kemakmuran para pemegang saham (*shareholders wealth*) perusahaan tersebut. Tingginya tingkat investasi di Indonesia dan tujuan yang ingin dicapai perusahaan menjadi alasan penting untuk mengetahui faktor-faktor apa saja yang mungkin dapat mempengaruhi penciptaan nilai pemegang saham. Dengan mengetahui faktor-faktor tersebut, diharapkan dapat membantu perusahaan mencapai tujuannya dan menambah pengetahuan investor terkait faktor penentu nilai investasinya.

Untuk mencapai tujuan perusahaan, perusahaan dituntut mampu menetapkan berbagai keputusan, terutama keputusan keuangan yang tepat dan mengetahui faktor apa saja yang dapat mempengaruhi nilai pemegang saham (*shareholder value*). Biasanya, terdapat tiga keputusan utama yang diambil oleh perusahaan diantaranya adalah terkait keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan

terkait modal kerja perusahaan.

Salah satu dari ketiga keputusan yang harus diambil oleh perusahaan yang sampai saat ini menarik dan menjadi perdebatan di antara para ahli adalah terkait keputusan pendanaan yang tepat bagi perusahaan. Keputusan pendanaan perusahaan meliputi keputusan penggunaan sumber dana yang berasal dari internal dan sumber dana eksternal. Sumber pendanaan dari internal perusahaan dapat berupa pemanfaatan dana dari penyusutan dan laba ditahan. Sementara itu, sumber pendanaan eksternal dapat berupa utang jangka pendek maupun jangka panjang, penjualan obligasi, dan penerbitan ekuitas (saham).

Dengan keputusan pendanaan yang tepat, perusahaan diharapkan dapat memaksimalkan kemakmuran atau nilai pemegang saham. Perusahaan dapat menggunakan atau memilih struktur pendanaan/modal yang berbeda-beda. Pendanaan internal dan eksternal dapat digunakan secara terpisah atau kedua-duanya sekaligus dengan tetap memperhatikan manfaat dan biaya yang akan ditimbulkan. Karena setiap sumber dana mempunyai konsekuensi dan karakteristik *financial* yang berbeda dan keputusan pendanaan yang salah akan berakibat buruk pada kelangsungan perusahaan dan akan berdampak pula pada para pemegang saham.

Meskipun ada teori yang menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal, setiap keputusan pendanaan yang diambil oleh perusahaan baik internal maupun eksternal memiliki dampak positif dan negatif. Penggunaan dana internal sesungguhnya dapat mengurangi *agency cost* daripada pendanaan melalui eksternal,

seperti penerbitan saham. Akan tetapi, penggunaan dana internal yang berlebihan memungkinkan terdapat kelebihan kas bebas yang akan berdampak buruk pada *shareholder value*.

Selain pendanaan internal, pendanaan eksternal dapat berdampak pada nilai yang diperoleh para pemegang saham. Pendanaan eksternal pertama adalah melalui hutang. Pendanaan melalui hutang sesungguhnya dapat mengurangi *agency cost* bagi pemegang saham dan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Tetapi, tingginya tingkat hutang pada perusahaan pun memiliki dampak negatif pada *shareholder value* karena hutang yang dimiliki oleh perusahaan memiliki biaya pasti, yaitu biaya bunga.

Selanjutnya, pendanaan eksternal lainnya adalah melalui penerbitan saham. Melalui sejumlah saham yang diterbitkan oleh perusahaan, perusahaan dapat memperoleh dana yang selanjutnya digunakan untuk kegiatan perusahaan. Akan tetapi, penerbitan saham baru oleh perusahaan akan berdampak negatif pada nilai pemegang saham yang sebelumnya telah memiliki saham perusahaan tersebut.

Selain keputusan pendanaan perusahaan, faktor lain yang diduga dapat mempengaruhi nilai pemegang saham adalah tingkat profitabilitas perusahaan. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi tentu akan semakin meningkatkan kekayaan pemegang saham dan nilai pemegang saham itu sendiri. Profit yang tinggi akan meningkatkan kekayaan perusahaan yang merupakan bagian milik pemegang saham perusahaan tersebut.

Hal lain yang juga dapat mempengaruhi penciptaan nilai pemegang saham adalah kebijakan dividen (*dividend policy*). Sebagai wujud profitabilitas perusahaan, laba yang dibagikan dalam bentuk dividen dapat meningkatkan kekayaan dan nilai pemegang saham. Dividen merupakan penghasilan nyata atas investasi yang pemegang saham tanamkan pada suatu perusahaan dan merupakan penghasilan bagi mereka.

Selain kebijakan pendanaan, dividen dan profitabilitas, terdapat juga faktor lain yang mungkin dapat mempengaruhi dalam penciptaan nilai pemegang saham, yaitu ukuran perusahaan. Menurut Jubinsar (2014) bahwa ukuran perusahaan bukan hanya menunjukkan besa kecil suatu entitas, tetapi juga menunjukkan kemampuan entitas tersebut dalam menjalankan kegiatan operasinya dan meningkatkan pendapatannya. Perusahaan yang berukuran besar dianggap memiliki cukup faktor produksi untuk menunjang kegiatan operasioannya, sehingga menghadapi risiko yang lebih kecil. Ukuran perusahaan yang besar dianggap mampu memberikan pengembalian yang tinggi kepada pemegang saham, sehingga akan meningkatkan nilai mereka. Akan tetapi, menurut Atiyet (2012) manajemen perusahaan besar cenderung akan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sehingga akan merugikan pemegang saham. Lebih lanjut menurutnya, mengurangi ukuran perusahaan akan meningkatkan kontrol pemegang saham kepada manajer.

Penelitian mengenai faktor yang menentukan nilai pemegang saham telah dilakukan oleh beberapa peneliti (Soral dan Bhanawat, 2009; Atiyet, 2012; Niati, 2012; Oladele, 2013; Huda,

2014). Hasil yang beragam dihasilkan dari beberapa penelitian tersebut. Hasil penelitian Atiyet (2012) bertentangan dengan hasil penelitian Oladele (2013) terkait pengaruh kebijakan pendanaan perusahaan terhadap penciptaan nilai pemegang saham. Di Indonesia sendiri penelitian mengenai penciptaan nilai pemegang saham telah dilakukan oleh Niati (2012) dan Huda (2014). Hasil penelitian Niati (2012) menunjukkan bahwa *corporate governance*, kepemilikan manajerial, dan *cash holding* berpengaruh signifikan terhadap penciptaan *shareholder value*. Sementara Huda (2014) meneliti faktor yang mempengaruhi nilai pemegang saham pada perusahaan-perusahaan perbankan di Indonesia.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, penulis merasa tertarik untuk meneliti faktor-faktor yang menentukan nilai pemeragang saham perusahaan manufaktur di Indonesia (*Determinant Factors of Shareholder Value Creation of Manufacturing Companies Listed on Indonesia*).

## **KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS**

### ***Shareholders Value***

*Shareholder* atau pemegang saham adalah pemilik dari suatu perusahaan yang menginvestasikan kekayaan mereka di perusahaan tersebut untuk mendapatkan pengembalian (*return*). *Return* yang akan diperoleh oleh seorang *shareholder* dapat berupa *dividend* dan *capital gain*. Kepemilikan saham oleh *shareholders* sendiri memiliki karakteristik

*limited risk*, *ultimate control*, dan *residual claim* (Darmadji dan Fakhruddin, 2012). Maksud *limited risk* ialah pemegang saham hanya bertanggung jawab sampai sejauh mana jumlah investasi yang disetorkan pada perusahaan tersebut. Sementara *ultimate control* maksudnya adalah pemegang saham memiliki kontrol yang dapat menentukan arah dan tujuan perusahaan yang sahamnya ia miliki. Selanjutnya *residual claim* maksudnya adalah pemegang saham merupakan pihak terakhir yang mendapat pembagian hasil usaha berupa dividen dan akan menjadi pihak yang terakhir yang berhak mendapatkan aset perusahaan saat terjadi likuidasi.

Konsep *residual claim* inilah yang menjadi dasar bahwa sebagai pemilik perusahaan *shareholder* memiliki tingkat risiko yang paling tinggi. Dunlap (1996) menyebutkan bahwa pemegang saham yang memiliki perusahaan adalah orang yang mengambil seluruh risiko dari perusahaan. Tingginya tingkat risiko yang dapat dihadapi oleh pemegang saham ini tentu harus diimbangi oleh pengembalian yang selanjutnya akan diperoleh pemegang saham tersebut. Meskipun memiliki tingkat risiko yang tinggi, investasi dalam saham suatu perusahaan tetap menjadi pilihan yang menarik oleh para investor untuk berinvestasi.

Ketertarikan para pemegang saham untuk tetap berinvestasi ini melalui kepemilikan perusahaan ini dapat disebabkan oleh kemampuan perusahaan yang mampu menciptakan nilai tambah (*value added*) bagi para pemegang sahamnya. Penciptaan nilai tambah bagi pemegang saham merupakan tanggung jawab manajemen perusahaan itu. Beragam kebijakan yang ditetapkan oleh

perusahaan mempunyai beragam dampak pula pada kinerja perusahaan dan selanjutnya akan berdampak pada nilai pemegang sahamnya (*shareholder value*). Hillman dan Keim (2001) menyebutkan bahwa manajemen pemangku kepentingan berperan penting dalam peningkatan nilai pemegang saham. Sementara Davis dan Landa (2002) menyebutkan bahwa konsep peningkatan *shareholder value* dasar dari konsep *repackage* produktifitas. Konsep *repackage* produktifitas mengemukakan bahwa efisiensi produktifitas pekerja melalui pengurangan jumlah pekerja dan pemanfaatan otomatisasi kerja untuk menghasilkan produksi dan profit yang lebih tinggi.

*Shareholder value* sendiri dapat digambarkan dari kenaikan nilai investasi (nilai saham) yang dimilikinya. Nilai investasi ini dapat berubah seiring dengan perkembangan perusahaan itu sendiri. Seperti yang telah diketahui bahwa tujuan perusahaan adalah untuk memperoleh keuntungan dan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Penciptaan nilai pemegang saham ini sangat bergantung pada kinerja manajemen. Konsep penciptaan nilai pemegang saham ini merupakan penerapan manajemen keuangan yang dapat memaksimalkan nilai pasar kekayaan investor itu sendiri (Anca dan Petre, 2012). Pengukuran *shareholder value* berkaitan dengan nilai perusahaan (*firm value*) yang biasanya dinilai dari harga saham perusahaan tersebut.

Terdapat beberapa pengukuran *shareholder value* yang pernah digunakan oleh beberapa peneliti (Soral dan Bhanawat 2009; Atiyet, 2012;

Oladele, 2013; Huda, 2014). Soral dan Bhanawat (2009), Atiyet (2012), dan Huda (2014) menggunakan ratio EVA dalam menjelaskan *shareholder value*. EVA merupakan konsep penilaian kinerja perusahaan menggunakan ukuran rata-rata tertimbang dari struktur modal perusahaan. Selanjutnya, Atiyet (2012) dan Huda (2014) menggunakan *Market Value Added (MVA)* untuk mengukur *shareholder value*. MVA diperoleh dari perbedaan harga pasar saham perlembar dengan nilai buku saham per lembar. Sementara, Oladele (2013) dan Huda (2014) menggunakan rasio nilai pasar terhadap nilai buku perusahaan untuk menentukan *shareholder value*. Rasio ini menggambarkan respon investor melalui harga saham terhadap nilai buku perusahaan per lembar saham. Nilai buku perlembar saham diperoleh dari pembagian nilai total asset dikurangi total hutang dengan jumlah saham yang beredar.

### **Kebijakan Pendanaan dan *Shareholder Value***

Kebijakan pendanaan adalah kebijakan perusahaan dalam menentukan struktur modal (*capital structure*) perusahaan. Perusahaan memiliki beberapa opsi untuk mendanai kegiatan perusahaannya, dapat berasal dari internal maupun dapat berasal dari eksternal. Atiyet (2012) menyebutkan bahwa keputusan pendanaan perusahaan merupakan kombinasi dari keduanya untuk investasinya. Selanjutnya Packing Order Theory yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984) mengemukakan hirarki pendanaan perusahaan. Packing Order Theory menyebutkan bahwa hirarki pendanaan perusahaan didahului dari pendanaan Internal (*self-financing*) dan dilanjutkan

dengan pendanaan eksternal. Saat pendanaan internal tidak lagi dapat dilakukan, maka keputusan pendanaan eksternal dapat dilakukan dengan penerbitan hutang dahulu, baru selanjutnya melalui penerbitan ekuitas (saham) baru. Dalam bukunya Ross (2010) menyebutkan bahwa teori ini menyatakan bahwa perusahaan cenderung untuk mendanai kegiatannya dengan sumber dana dengan tingkat risiko yang lebih kecil.

Penentuan pendanaan atau struktur modal suatu perusahaan tentu dengan memperhatikan manfaatnya, yakni untuk meningkatkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan berdampak pada nilai pemegang saham. Ross *et al.* (2010) menyatakan bahwa perubahan struktur modal perusahaan dapat menguntungkan pemegang saham jika dan hanya jika nilai perusahaan meningkat akibatnya. Lebih lanjut ia mengungkapkan bahwa manajemen perusahaan harus mampu menetapkan struktur modal terbaik yang akan menghasilkan nilai perusahaan tertinggi karena struktur modal adalah penentu nilai pemegang saham. Perusahaan dapat menggunakan pendanaan internal dan eksternal secara terpisah atau kedua-duanya sekaligus dengan tetap memperhatikan manfaat dan biaya yang akan ditimbulkan.

Karena setiap sumber dana mempunyai konsekuensi dan karakteristik *financial* yang berbeda dan keputusan pendanaan yang salah akan berakibat buruk pada kelangsungan perusahaan dan akan berdampak pula pada para pemegang saham. Jika berdasarkan teori Packing Order yang dikemukakan oleh Myers

dan Majluf (1984), pendanaan internal lebih diutamakan dibandingkan dengan pendanaan eskternal. Hal ini terjadi karena pendanaan internal dinilai memiliki risiko dan biaya yang lebih rendah, dibandingkan dengan pendanaan melalui ekternal. Penggunaan dana internal sesungguhnya dapat mengurangi *agency cost* daripada pendanaan melalui ekternal, seperti penerbitan saham. Dengan rendahnya risiko dan biaya pendanaan ini, maka diharapkan kinerja perusahaan akan semakin baik dan nilai perusahaan juga akan semakin tinggi. Tingginya nilai perusahaan ini menjadi indikator tingginya nilai pemegang saham. Akan tetapi, penggunaan dana internal yang berlebihan memungkinkan terdapat kelebihan kas bebas yang akan berdampak buruk pada *shareholder value*.

Selanjutnya, pendanaan ekternal dapat berdampak pada nilai yang diperoleh para pemegang saham. Pendanaan ekternal pertama adalah melalui hutang. Pendanaan melalui hutang sesungguhnya dapat mengurangi *agency cost* bagi pemegang saham dan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dengan keberadaan hutang, maka akan ada pengawas tambahan dari pihak pemberi pinjaman dan dapat mengurangi biaya keagenan. Selain itu diketahui bahwa *MM theory* (Ross, 2010) menyebutkan struktur modal optimal adalah struktur modal dengan keberadaan tingkat hutang yang tinggi. Keuntungan dari keberadaan hutang salah satunya adalah perlindungan pajak (*tax shield*). Hal ini dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan dan nilai perusahaan, sehingga juga akan menguntungkan nilai pemegang saham

Tetapi, tingginya tingkat hutang pada perusahaan pun memiliki dampak negatif pada

*shareholder value* karena hutang yang dimiliki oleh perusahaan memiliki biaya pasti, yaitu biaya bunga. Pendanaan ekternal melalui penerbitan sejumlah saham perusahaan dapat memperoleh dana yang selanjutnya digunakan untuk kegiatan perusahaan. Akan tetapi, penerbitan saham baru oleh perusahaan akan berdampak negatif pada nilai pemegang saham yang sebelumnya telah memiliki saham perusahaan tersebut.

Hasil beragam diperoleh mengenai kebijakan pendanaan terhadap nilai pemegang saham (Atiyet, 2012; Oladele, 2013; dan Huda, 2014). Penelitian Atiyet (2012) menunjukkan pendanaan sendiri (internal) berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham, pendanaan hutang tidak berpengaruh, dan penerbitan saham baru berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham. Hasil berbeda ditunjukkan oleh Oladele (2013) dan Huda (2014) yang menyebutkan bahwa kebijakan pendanaan tidak berpengaruh pada nilai pemegang saham

**H<sub>1.1</sub>:** Kebijakan pendanaan internal mempunyai pengaruh terhadap nilai pemegang saham.

**H<sub>1.2</sub>:** Kebijakan pendanaan ekternal melalui hutang mempunyai pengaruh terhadap nilai pemegang saham.

**H<sub>1.3</sub>:** Kebijakan pendanaan ekternal melalui ekuitas mempunyai pengaruh terhadap nilai pemegang saham.

### **Profitabilitas dan *Shareholder Value***

Profitabilitas merupakan salah satu indikator kinerja suatu perusahaan. Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan selama periode

tertentu. Tingkat profitabilitas perusahaan yang tinggi menunjukkan kinerja perusahaan yang baik. Kinerja yang baik tentu akan direspon baik juga oleh pemegang saham dan pemangku kepentingan lain. Mereka merespon dengan nilai pasar saham perusahaan itu. Semakin baiknya nilai saham perusahaan tentu akan meningkatkan nilai perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai pemegang saham.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji pengaruh profitabilitas terhadap nilai pemegang saham (Soral dan Bhanawat, 2009; dan Oladele, 2103). Soral dan Bhanawat (2009) meneliti pengaruh profitabilitas dengan menggunakan beberapa pengukuran profitabilitas yang berbeda. Hasilnya menunjukkan bahwa *operating profit* dan NOPAT (*net operating profit after tax*) berpengaruh yang signifikan terhadap nilai pemegang saham yang diukur dengan EVA. Sementara itu, hasil penelitian mereka *earning per share* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap EVA. Penelitian lain menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai pemegang saham (Oladele, 2013).

**H<sub>2</sub>:** Profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap penciptaan nilai pemegang saham.

### **Kebijakan Dividen dan *Shareholder Value***

Dividen adalah bagian laba yang didistribusikan kepada pemegang saham perusahaan. Kebijakan dividen sendiri merupakan suatu kebijakan yang diambil perusahaan untuk membagikan atau tidak membagikan laba yang diperoleh perusahaan dalam bentuk dividen atau menahan laba tersebut untuk kegiatan operasi

berikutnya. Menurut Modigliani Miller (MM) dalam Ross *et. al.* (2010), konsep dari kebijakan dividen suatu perusahaan dinilai tidak relevan karena pemegang saham dapat membuat strategi dividen sendiri (*homemade dividend*). Dividen yang dianggap tidak relevan tidak dapat mempengaruhi keputusan pemangku kepentingan terhadap nilai perusahaan.

Akan tetapi, *signalling theory* menyatakan bahwa pembagian dividen merupakan sinyal bahwa perusahaan optimis dapat meningkatkan arus kas masa mendatang. Dividen sebagai salah satu *return* yang diperoleh pemegang saham menjadi sinyal positif bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan yang selanjutnya dibagikan kepada mereka. Pembagian dividen biasanya direspon positif dengan pergerakan harga saham. Seperti yang telah dipaparkan sebelumnya, nilai pemegang saham digambarkan dengan nilai pasar saham yang dimilikinya. Hal ini didukung oleh hasil penelitian Oladele (2013) menunjukkan kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham.

**H<sub>3</sub>:** Kebijakan dividen mempunyai pengaruh penciptaan nilai pemegang saham.

### **Ukuran dan *Shareholder Value***

Menurut Jubinsar (2014) bahwa ukuran perusahaan bukan hanya menunjukkan besa kecil suatu entitas, tetapi juga menunjukkan kemampuan entitas tersebut dalam menjalankan kegiatan operasinya dan meningkatkan pendapatannya. Perusahaan yang berukuran besar dianggap memiliki cukup faktor produksi untuk



menunjang kegiatan operasioanlnya, sehingga menghadapi risiko yang lebih kecil. Ukuran perusahaan yang besar dianggap mampu memberikan pengembalian yang tinggi kepada pemegang saham, sehingga akan meningkatkan nilai mereka. Akan tetapi, menurut Atiyet (2012) manajemen perusahaan besar cendeung akan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sehingga akan merugikan pemegang saham. Lebih anjut menurutnya, mengurangi ukuran perusahaan akan meningkatkan kontrol pemegang saham kepada manajer.

Hubungan antara ukuran perusahaan dengan *shareholder value* telah dilakukan oleh Atiyet (2012). Penelitian tersebut mengungkapkan bahwa ukuran memiliki pengaruh yang signifikan terhadap penciptaan *shareholder value*. Berdasarkan penjelasan di atas maka dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap *shareholder value*.

**H<sub>4</sub>:** Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh

## METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2011 – 2015. Sampel dalam penelitian ini terdiri dari 555 observasi yang berasal dari 111 perusahaan selama lima tahun dengan menggunakan teknik *purposive sampling* (Sugiyono, 2009) dengan kriteria-kriteria berikut:

1. Perusahaan yang konsisten terdaftar di BEI selama periode pengamatan (2011 – 2015).
2. Perusahaan dengan laporan keuangan yang padat diakses selama periode pengamatan

(2011 – 2015).

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *Fact Book* Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Eikon Reuters. Data yang akan dianalisis dalam penelitian ini merupakan data panel, yaitu gabungan antara data *cross-section* dengan data *time series* (Winarno, 2011; Rosadi, 2011).

Menurut Hsiao (2003) dan Klevmarken (1989) dalam Baltagi (2005, p.4) penggunaan data panel dinilai memiliki beberapa keunggulan dibandingkan hanya menggunakan data *cross-section* saja atau data *time series* saja. Selanjutnya dalam penelitian ini, pengujian atas data yang dikumpulkan dilakukan menggunakan aplikasi *Eviews 7.0* dan Ms. Excel.

Penelitian ini mengembangkan tiga model penelitian karena salah satu variabel kebijakan pendanaan yang terdiri dari tiga hal berbeda. Berikut model penelitian yang dikembangkan dalam penelitian ini:

**Model regresi 1** dikembangkan spesifik untuk mengetahui pengaruh **pendanaan sendiri** dan variabel lain terhadap nilai pemegang saham:

$$SV = \alpha_0 + \beta_1 SF_{it} + \beta_2 Prof_{it} + \beta_3 Div_{it} + \beta_4 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

**Model regresi 2** dikembangkan spesifik untuk mengetahui pengaruh **pendanaan melalui hutang** dan variabel lain terhadap nilai pemegang saham:

$$SV = \alpha_0 + \beta_1 DF_{it} + \beta_2 Prof_{it} + \beta_3 Div_{it} + \beta_4 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

**Model regresi 3** dikembangkan spesifik untuk mengetahui pengaruh **pendanaan melalui penerbitan saham** dan variabel lain terhadap nilai pemegang saham:

$$SV = \alpha_0 + \beta_1 EF_{it} + \beta_2 Prof_{it} + \beta_3 Div_{it} + \beta_4 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

$SV_{it}$  = *shareholders value* perusahaan j pada periode t

$Div_{it}$  = *dividend ratio* perusahaan i pada periode t

$Size_{it}$  = *size* perusahaan i pada periode t

Variabel dependen penelitian ini adalah *shareholders value (SV)*. Ratio yang dipilih untuk menjelaskan *shareholder value* adalah *market to book value (MBV)*. Ratio MBV menggambarkan berapa kali investor mengapresiasi sebuah saham berdasarkan nilai buku per lembar sahamnya dengan rumus:

$$MBV = \frac{\text{Market value of share}}{\text{Book value of share}}$$

MBV dinilai memiliki keunggulan dibandingkan dengan pengukuran lainnya karena nilai buku dianggap lebih stabil dan sederhana yang dapat dibandingkan dengan harga pasar. MBV sebagai indikator mahal atau murahnya saham antarperusahaan sejenis. MBV juga dapat mengevaluasi perusahaan dengan laba negatif.

Variabel independen penelitian ini adalah kebijakan pendanaan, profitabilitas, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan. **Pengukuran Kebijakan Pendanaan (*Financial Policy*)** penelitian ini akan akan dibagi menjadi *self-financing (SF)*, *debt financing (DF)* dan *equity*

*financing (EF)* (Atiyet, 2012; Oladele, 2013). ***Self-Financing – Capital Gearing Ratio (CGR)*** merupakan rasio yang menunjukkan besarnya aktifitas perusahaan yang didanai modal sendiri dibandingkan dengan dana dari pihak ketiga. CGR dihitung dengan rumus:

$$CGR = \frac{\text{Total Equity}}{\text{Fixed Interest Bearing securities}}$$

***Debt Financing (DF) – Debt Ratio*** diukur dengan total hutang jangka panjang terhadap total aset dimana menunjukkan porsi hutang yang digunakan untuk mendanai aset perusahaan. DR dihitung dengan rumus berikut:

$$DR = \frac{\text{Total Long Term Debt}}{\text{Total Asset}}$$

***Equity Financing (EF) – Equity Ratio*** menggambarkan kemampuan perusahaan mendanai aset melalui ekuitas yang ada dengan rumus berikut:

$$\text{Rasio Ekuitas} = \frac{\text{Total Ekuitas}}{\text{Total Aset}}$$

**Profitabilitas:** Dalam penelitian ini, ukuran yang akan digunakan adalah *return on equity (ROE)* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan entitas untuk menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham dengan rumus berikut:

$$ROE = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Total Equity}}$$

**Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*);** Dalam penelitian ini, ukuran yang digunakan adalah *dividend per share* (DPS), yakni jumlah dividen yang diterima setiap lembar saham yang beredar dengan rumus berikut:

$$DPS = \frac{\text{Total Dividend}}{\text{Total Share}}$$

### **Ukuran Perusahaan (*Size*)**

Ukuran perusahaan tidak hanya menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan, tetapi juga menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasi sehingga dapat meningkatkan pendapatannya (Jubinsar, 2014). Mengacu pada beberapa penelitian-penelitian sebelumnya, Prevost (2008); Atiyet (2012); Ge dan Kim (2014); dan Jubinsar (2014), proksi yang digunakan untuk mengukur ukuran perusahaan dalam penelitian ini adalah total aset yang dimiliki perusahaan. Untuk mengurangi perbedaan signifikan antara nilai total aset dengan nilai variabel lainnya dalam penelitian ini, maka nilai total aset yang digunakan untuk mengukur ukuran perusahaan diperkecil menggunakan logaritma natural seperti yang terlihat dalam rumus berikut:

$$SIZE_{it} = \ln \text{total assets}_{it}$$

## **PEMBAHASAN**

### **Analisis Data**

Analisis data untuk menjawab permasalahan dalam penelitian ini mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi penciptaan nilai pemegang saham dalam penelitian ini dilakukan melalui beberapa uji, yaitu uji pemilihan model terbaik, uji asumsi klasik, dan uji hipotesis.

Dalam pengolahan data panel menggunakan eviews dilakukan uji pemilihan model terbaik dahulu. Uji ini dilakukan untuk mengetahui model regresi data panel yang paling cocok digunakan untuk menguji hipotesis model-model penelitian yang telah dikembangkan. Hasil pengujian yang dilakukan pada tiga model penelitian yang dikembangkan, model terbaik yang digunakan untuk ketiga model penelitian ini adalah model *Random Effect*. Selanjutnya, uji asumsi klasik dilakukan untuk menguji hipotesis penelitian ini tidak memiliki masalah multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Hasil pengujian asumsi klasik penelitian ini diketahui terbebas dari seluruh masalah tersebut.

### **Analisis Korelasi**

Analisis korelasi *Pearson* dilakukan untuk mengetahui hubungan antara satu variabel dengan variabel lainnya yang digunakan dalam penelitian ini. Korelasi atau hubungan yang erat antara satu variabel dengan variabel lain akan menyebabkan perubahan terhadap variabel lain yang berkaitan dengan variabel tersebut. Hubungan antar-variabel dalam model-model penelitian ini dapat dilihat pada Tabel I.

Tabel I menunjukkan bahwa variabel *market to book value* yang menjadi proksi nilai pemegang saham dalam penelitian ini memiliki hubungan positif (+) dengan variabel *self-financing*, *equity-financing*, profitabilitas, dividen, dan ukuran perusahaan. Hal ini berarti setiap kenaikan 1 nilai variabel-variabel tersebut

akan meningkatkan nilai pemegang saham sebesar koefisien masing-masing variabel. Sementara itu, hubungan *debt-financing* dengan penciptaan nilai pemegang saham adalah negatif (-0,1039) yang berarti setiap kenaikan pendanaan melalui hutang akan menurunkan nilai pemegang saham (SV or MBV) sebesar 0,1039.

**Tabel II**  
**Korelasi Variabel Penelitian**

Variabel	MBV	SF	DF	EF	PROF	DIV	SIZE	MBV
	1,0000							
<b>SF</b>	0,0501							1,0000
<b>DF</b>	-0,1039		-0,0696					1,0000
<b>EF</b>	0,1067	0,0706		-0,9963				1,0000
<b>PROF</b>	0,2453	0,0357	-0,0994	0,1007	1,0000			
<b>DIV</b>	0,7667	0,0582	-0,0774	0,0792	0,2119	1,0000		
<b>SIZE</b>							0,1984	
		0,0230	-0,1275	0,1398	0,1231	0,2102		1,0000

Sumber: Data Diolah Penulis, Tahun 2018

Selanjutnya, Tabel I juga menunjukkan hubungan variabel *self-financing* sendiri dengan variabel lain dalam model-model penelitian ini. Berdasarkan tabel tersebut, diketahui bahwa *self-financing* memiliki hubungan positif (+) dengan variabel *equity-financing*, profitabilitas, dividen, dan ukuran perusahaan. Yang berarti kenaikan dari variabel *equity-financing*, profitabilitas, dividen, dan ukuran perusahaan akan meningkatkan nilai variabel *self-financing* dalam penelitian ini. Sementara itu, variabel *self-financing* memiliki hubungan negatif (-) dengan *debt-financing*. Hal ini berarti meningkatnya *debt-financing* suatu perusahaan akan menurunkan nilai pendanaan sendiri suatu perusahaan.

Selain hubungan dengan nilai pemegang saham dan pendanaan sendiri, hubungan variabel pendanaan melalui hutang dengan variabel lainnya juga dapat dilihat dari Tabel II. Terlihat dari tabel tersebut diketahui bahwa pendanaan melalui hutang (*debt-financing*) juga memiliki hubungan negatif (-) dengan variabel lainnya, yaitu *equity-financing*, profitabilitas, dividen, dan ukuran perusahaan. Naikannya tingkat hutang akan menurunkan nilai variabel *equity-financing*, profitabilitas, dividen, dan ukuran perusahaan dalam penelitian ini.

Hubungan variabel pendanaan melalui ekuitas dengan variabel lain selain yang sudah dijelaskan sebelumnya (profitabilitas, dividen, dan ukuran perusahaan) terlihat pada Tabel II adalah memiliki hubungan positif (+). Meningkatnya nilai variabel *equity-financing* akan meningkatkan nilai variabel profitabilitas, dividen, dan ukuran perusahaan. Begitu pula hubungan variabel profitabilitas dengan variabel kebijakan dividen dan ukuran perusahaan adalah memiliki hubungan positif (+). Hal serupa (+) juga terjadi pada hubungan kebijakan dividen dengan ukuran perusahaan. Meningkatnya ukuran perusahaan akan meningkatkan dividen yang dibagikan dalam penelitian ini.

### Analisis Persamaan Hasil Uji Regresi

Setelah terpilih model *random effect* sebagai model terbaik yang digunakan dan terpenuhi kriteria BLUE pada model-model penelitian yang telah dikembangkan, selanjutnya dilakukan analisis hasil uji regresi pada setiap model

regresi. Uji regresi dalam penelitian ini dilakukan untuk melihat pengaruh variabel-variabel independen (kebijakan pendanaan, kebijakan dividen, profitabilitas, dan ukuran perusahaan) terhadap variabel dependen (penciptaan nilai pemegang saham/MBV) pada masing-masing model. Ringkasan hasil regresi model penelitian 1, 2, dan 3 disajikan pada Tabel II.

Uji signifikan parsial atau Uji t dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara parsial atau secara individual berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Uji ini dilakukan dengan melihat nilai *p-value* dari t-statistik masing-masing variabel independen pada Tabel II.

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel II, diketahui hanya terdapat satu variabel independen yang tidak berpengaruh secara signifikan terhadap penciptaan nilai pemegang saham (*SV*), yaitu pada model regresi 1. Variabel pada model regresi 1 yang tidak berpengaruh adalah pendanaan sendiri (*SF*) yang merupakan salah satu teknik pendanaan yang dapat diambil perusahaan. Sementara kebijakan pendanaan lainnya pendanaan melalui hutang (*DF*) dan melalui ekuitas (*EF*) yang diuji melalui model 2 dan 3 diketahui berpengaruh signifikan terhadap penciptaan nilai pemegang saham (*SV*). Tabel II juga menunjukkan variabel independen lain yang sebelumnya diduga mempengaruhi penciptaan nilai pemegang saham (*SV*) dalam penelitian ini, yakni kebijakan dividen (*Div*), profitabilitas (*Prof*), dan ukuran perusahaan (*Size*) memiliki pengaruh signifikan diseluruh

model regresi yang dikembangkan dalam penelitian ini.

**Tabel II**  
**Ringkasan Hasil Regresi**  
**Model Penelitian 1, 2, dan 3**

Variabel	Model Regresi 1			Model Regresi 2			Model Regresi 3		
	Coeff.	t-Stat.	Prob.	Coeff.	t-Stat.	Prob.	Coeff.	t-Stat.	Prob.
C	-15.237	-1.030	0.152	-7.115	-0.459	0.323	-17.296	-1.166	0.122
SF	0.002	0.662	0.254						
DF				-10.364	-1.710	0.044**			
EF							10.481	1.724	0.043**
Prof	5.595	1.542	0.062*	5.028	1.384	0.084*	5.018	1.381	0.084*
Div	0.123	11.052	0.000***	0.122	10.957	0.000***	0.122	10.958	0.000***
Size	1.732	2.305	0.011**	1.639	2.178	0.030**	1.629	2.164	0.030**
R <sup>2</sup>	17.39%			17.60%			17.61%		
Adjusted R <sup>2</sup>	16.78%			17.00%			17.01%		
F-statistic	28.93539			29.36365			29.38106		
Prob (F-statistic)	0.000000			0.000000			0.000000		

Sumber: Data Diolah Penulis, Tahun 2018

Tabel II menunjukkan nilai R<sup>2</sup> (Koefisien Determinasi) baik pada model 1, model 2, maupun model 3 masing-masing sebesar 17,39%; 17,60%; dan 17,61%. Hal ini berarti bahwa variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini mampu menjelaskan variasi yang terjadi pada variabel dependen penelitian ini, yakni penciptaan nilai pemegang saham. Sementara sisanya, sebesar 82,61%; 82,40%; dan 82,39% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini.

Pengujian selanjutnya adalah Uji Signifikan Global (Uji F) yang dilakukan dengan

membandingkan nilai probabilitas F-statistik dengan  $\alpha$ . Tabel II menunjukkan nilai probabilitas F-statistik model regresi 1, 2, dan 3 pada penelitian ini adalah sebesar 0,000. Nilai ini berarti seluruh variabel independen, baik pada model 1, model 2, maupun model 3, berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap nilai pemegang saham.

### **Pengaruh Kebijakan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham**

Untuk menunjukkan pengaruh kebijakan pendanaan terhadap nilai perusahaan, dalam penelitian ini dikembangkan tiga model regresi yang dimaksudkan untuk melihat pengaruh masing-masing kebijakan terhadap nilai pemegang saham. Model regresi pertama dikembangkan untuk melihat pengaruh pendanaan internal perusahaan terhadap nilai pemegang saham. Berdasarkan hasil yang telah dipaparkan sebelumnya, Tabel II menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan sendiri (*self-financing*) tidak berpengaruh signifikan terhadap penciptaan nilai pemegang saham meskipun pada tingkat  $\alpha=10\%$ , sehingga **hipotesis 1.1 tidak dapat diterima**.

Hal ini mungkin terjadi karena pemegang saham tidak menganggap kebijakan pendanaan sendiri dapat mempengaruhi nilai investasi mereka dan tidak mengubah komposisi kepemilikan serta risiko yang mereka hadapi. Kondisi tersebut tidak sejalan dengan *pecking order theory* yang mengemukakan bahwa hirarki kebijakan pendanaan terbaik adalah diawali dengan pendanaan sendiri (internal) baru dilanjutkan

pendanaan eksternal (hutang dan ekuitas). Para pemegang saham perusahaan manufaktur yang menjadi sampel selama periode pengamatan dirasa belum dapat menyadari pengaruh dari kebijakan pendanaan sendiri dibandingkan pendanaan eksternal. Pada hakikatnya, penggunaan dana internal sesungguhnya dapat mengurangi *agency cost* daripada pendanaan melalui eksternal, seperti penerbitan saham. Akan tetapi, penggunaan dana internal yang berlebihan memungkinkan terdapat kelebihan kas bebas yang akan berdampak buruk pada *shareholder value*. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Huda (2014) di Indonesia terhadap perusahaan perbankan, tetapi tidak sejalan dengan hasil penelitian Atiyet (2012).

Selanjutnya, model regresi 2 yang telah dikembangkan untuk dapat mengetahui pengaruh pendanaan eksternal berupa hutang terhadap penciptaan nilai pemegang saham. Berdasarkan hasil yang telah diperoleh, diketahui bahwa kebijakan pendanaan melalui hutang (*debt-financing*) berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai pemegang saham pada  $\alpha=5\%$ . Dengan demikian, **Hipotesis 1.2 penelitian ini diterima**.

Pendanaan melalui hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai pemegang saham berarti setiap penambahan hutang perusahaan akan direspon negatif oleh pemegang saham dan akan menurunkan nilai pemegang saham. Pemegang saham mungkin menilai pendanaan melalui hutang memiliki risiko yang lebih tinggi dan dapat mengurangi bagian dari keuntungan mereka, sehingga merespon negatif terhadap penambahan pendanaan eksternal melalui hutang. Seperti

diketahui bahwa salah satu karakteristik pemegang saham adalah hak sisa, artinya pemegang saham memperoleh keuntungan atau haknya setelah memenuhi hak pemberi pinjaman terlebih dahulu.

Selain itu, hal ini dimungkinkan terjadi karena berdasarkan statistik deskriptif data yang diperoleh, diketahui bahwa terdapat perusahaan dengan tingkat hutang yang cukup tinggi pada periode tertentu bahkan terdapat pula entitas yang memiliki nilai ekuitas negatif dari dari sampel penelitian ini. Pendanaan melalui hutang sesungguhnya dapat mengurangi *agency cost* bagi pemegang saham dan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Akan tetapi, tingginya tingkat hutang pada perusahaan pun memiliki dampak negatif pada *shareholder value* karena hutang yang dimiliki oleh perusahaan memiliki biaya pasti, yaitu biaya bunga. Oleh karena itu, pendanaan melalui hutang yang tinggi dapat berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Huda (2014) di pada perusahaan perbankan di Indonesia, tetapi bertentangan dengan hasil yang diperoleh Atiyet (2012) yang meneliti pengaruh kebijakan pendanaan perusahaan manufaktur di negara Perancis. Hasil Penelitian Atiyet menunjukkan pengaruh positif dari pendanaan melalui hutang terhadap nilai pemegang saham. Hasil penelitian ini juga bertentangan dengan *MM theory* dan *Signaling Theory* (Ross, 2010) menyebutkan bahwa struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang memiliki jumlah hutang yang tinggi karena

mendapat keuntungan dari penghematan pajak.

Kebijakan pendanaan yang terakhir menurut hirarki pendanaan adalah pendanaan melalui ekuitas. Pengaruh pendanaan melalui ekuitas terhadap nilai pemegang saham dapat dilihat dari hasil regresi model 3. Hasil model regresi 3 menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan melalui ekuitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai pemegang saham dengan tingkat  $\alpha=5\%$ , sehingga

### **hipotesis 1.3 diterima.**

Penjelasan yang mungkin terhadap hasil ini adalah pemegang saham merespon positif terhadap peningkatan nilai ekuitas karena melalui penerbitan ekuitas sejumlah saham perusahaan dapat memperoleh dana yang selanjutnya digunakan untuk kegiatan perusahaan. Akan tetapi, secara teori, penerbitan saham baru oleh perusahaan akan berdampak negatif pada nilai pemegang saham yang sebelumnya telah memiliki saham perusahaan tersebut. Nilai pemegang saham sebelumnya kan terdilusi dengan penerbitan saham baru. Pemegang saham perusahaan manufaktur dalam penelitian ini mungkin saja menganggap bahwa tingginya nilai ekuitas perusahaan juga dapat berasal dari penambahan hasil kegiatan usaha periode sebelumnya. Oleh karena itu, mereka tidak megganggap pendanaan melalui ekuitas sebagai hal yang dapat merusak nilai pemegang saham. Hasil penelitian ini pun sejalan dengan hasil yang diperoleh Huda (2012), tetapi bertentangan dengan hasil Atiyet (2012).

### **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Penciptaan Nilai Pemegang Saham**

ISSN

2302-1810 (online)

DOI: doi.org/10.21009/wahana-akuntansi/13.2.05



Selanjutnya, variabel lain yang dianggap dapat mempengaruhi penciptaan nilai pemegang saham adalah tingkat profitabilitas perusahaan. Tabel II menunjukkan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan berpengaruh positif pada tingkat signifikan  $\alpha=10\%$ . Dengan demikian, **hipotesis 2 penelitian ini diterima.**

Profitabilitas merupakan salah satu pengukuran bagi kinerja suatu perusahaan yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu. Dengan tingkat keuntungan yang tinggi tentunya diharapkan dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham. Semakin meningkatnya kekayaan pemegang saham, akan semakin meningkatkan nilai pegam saham itu sendiri. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Huda (2009), Oladele (2013), Atiyet (2012), serta Soral dan Bhanawat (2009).

### **Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Penciptaan Nilai Pemegang Saham**

Selain kebijakan pendanaan, kebijakan lain yang diambil manajemen perusahaan yang diduga mempengaruhi penciptaan nilai pemegang saham adalah kebijakan dividen. Tabel II menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan pada  $\alpha=1\%$ , sehingga **hipotesis 3 diterima.**

Dengan hasil tersebut tidak dapat dipungkiri bahwa dividen merupakan faktor penentu kuat dalam penciptaan nilai pemegang saham. Seperti yang telah diketahui bahwa keuntungan yang mungkin diperoleh oleh pemegang saham dapat

berupa *capital gain* dan dividen. Dividen merupakan bentuk pengembalian nyata bagi pemegang saham yang dapat dirasakan langsung, sehingga direspon langsung oleh pemegang saham dengan nilai pasar yang tinggi dan meningkatkan nilai investasi mereka. *Signalling theory* juga telah menyatakan bahwa pembagian dividen merupakan sinyal bahwa perusahaan optimis dapat meningkatkan arus kas masa mendatang. Sementara pernyataan Menurut Modigliani Miller (MM) dalam Ross *et. al.* (2010) bahwa konsep dari kebijakan dividen suatu perusahaan dinilai tidak relevan karena pemegang saham dapat membuat strategi dividen sendiri (*homemade dividend*) tidak sesuai untuk penelitian ini. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Huda (2014) dan Oladele (2013).

### **Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Penciptaan Nilai Pemegang Saham**

Berdasarkan Tabel II diketahui bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap penciptaan nilai pemegang saham pada  $\alpha=5\%$ . Hal ini berarti **hipotesis 4 penelitian diterima.** Penjelasan yang mungkin terkait hal ini adalah ukuran perusahaan yang besar dianggap mampu memberikan pengembalian yang tinggi kepada pemegang saham, sehingga akan meningkatkan nilai mereka.

Seperti yang dikatakan Jubinsar (2014) bahwa ukuran perusahaan bukan hanya menunjukkan besar kecil suatu entitas, tetapi juga menunjukkan kemampuan entitas tersebut dalam menjalankan kegiatan operasinya dan meningkatkan



nilai mereka. Seperti yang dikatakan Jubinsar (2014) bahwa ukuran perusahaan bukan hanya menunjukkan besa kecil suatu entitas, tetapi juga menunjukkan kemampuan entitas tersebut dalam menjalankan kegiatan operasinya dan meningkatkan pendapatannya. Perusahaan yang berukuran besar dianggap memiliki cukup faktor produksi untuk menunjang kegiatan operasioanlnya, sehingga menghadapi risiko yang lebih kecil. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Atiyet (2012).

## KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan pembahasan hasil penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi penciptaan nilai pemegang saham yang telah dipaparkan dapat dapat disimpulkan bahwa:

1. Kebijakan pendanaan yang berpengaruh pada penciptaan nilai pemegang saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011 – 2015 adalah kebijakan pendanaan yang berasal dari eksternal, yakni pendanaan melalui hutang dan ekuitas. Sementara itu, pendanaan internal (*self-financing*) oleh perusahaan sampel penelitian ini tidak berpegaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham.
2. Tingkat profitabilitas perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap penciptaan nilai pemegang saham.
3. Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap penciptaan nilai pemegang saham.
4. Ukuran perusahaan berpengaruh positif

signifikan terhadap penciptaan nilai pemegang saham.

Keterbatasan yang perlu diperhatikan saat menggunakan hasil penelitian ini dan diharapkan dapat dihilangkan pada penelitian-penelitian selanjutnya, yaitu:

1. Penelitian ini hanya dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama lima periode waktu laporan keuangan terakhir, yaitu dari tahun 2011 hingga 2015. Oleh karena itu, mungkin saja hasil penelitian ini tidak sama dan tidak dapat berlaku pada periode waktu diluar periode penelitian ini.
2. Penelitian ini terbatas hanya pada manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai sampel penelitian, sehingga mungkin saja hasil penelitian ini tidak dapat berlaku pada industri keuangan dan perusahaan-perusahaan lainnya, serta bagi perusahaan lain yang sahamnya tidak diperdagangkan di BEI.
3. Penelitian ini hanya menggunakan satu pengukuran salah satu pengukuran nilai pemegang saham, yaitu MBV. Pemilihan proksi ini didasarkan pada pendapat bawah pengukuran ini memiliki keunggulan dibandingkan pengukuran lainnya seperti, MVA dan EVA. Hasil berbeda mungkin diperoleh jika menggunakan proksi lain. Begitu juga untuk prosi variabel lainnya dalam penelitian ini.

Bagi akademisi atau dunia pendidikan hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan untuk memperluas literatur dalam dunia pendidikan mengenai faktor-faktor penciptaan nilai pemegang

saham. Akan tetapi, karena penelitian ini masih terdapat beberapa keterbatasan, maka berikut ini adalah beberapa saran bagi akademisi yang akan penelitian selanjutnya guna menyempurnakan penelitian ini:

1. Pada penelitian berikutnya dapat menggunakan periode waktu penelitian yang lebih panjang, sehingga dapat diketahui apakah hasil yang sama akan terjadi pada periode yang tidak tercakup dalam penelitian ini.
2. Untuk mengetahui apakah hasil penelitian ini dapat berlaku pada perusahaan lain tidak menjadi sampel penelitian ini, pada penelitian selanjutnya dapat melibatkan jumlah sampel yang lebih banyak lagi dengan melibatkan sektor lain yang sahamnya juga diperdagangkan di BEI.
3. Pada penelitian selanjutnya disarankan untuk dapat menguji menggunakan proksi pengukuran terkait variabel-variabel lainnya.
4. Penelitian selanjutnya diharapkan mampu mengemukakan faktor (variabel) lain yang mungkin mempengaruhi penciptaan nilai pemegang saham, karena variabel independen penelitian ini baru dapat menganalisis 17% faktor yang mempengaruhi variabel dependen penelitian ini.

## DAFTAR PUSTAKA

- Anca, M., & Petre, B. (2012). *Do Romanian Banking Institutions Create Shareholder Value?*. *Procedia Economics and Finance*, 144-151.
- Atiyet, B.A. (2012). *The Impact of Financing Decision on Shareholder Value Creation*. *Journal of Business Studies Quarterly*, 44-63.
- Darmadji dan Fakhruddin. (2012). *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*. Edisi 3. Jakarta: Salemba Empat.
- Ghauri, Z.N. (2008). *A comparison of Dividend Policy of UK and US Banks Over the Period 2003-2007 From Shareholder's Point of View*. Kingston University, Kingston Business School.
- Hillman, A.J., & Keim, G.D. (2001). *Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issue: What's the Bottom Line?*. *Strategic Management Journal*, 22, 125-139.
- Huda, Nurul. (2013). *Analisis Pengaruh Profitability, Dividend Policy dan Financial Policy terhadap Shareholder Value pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Tesis. Universitas Indonesia.
- Javaid, Saira, et al. (2011). *Determinant of Bank Profitability in Pakistan: Internal Factor Analysis*. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 59-78.
- Jubinsar, Robby. (2014). *Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Yield Spread Obligasi dan Skor Efektivitas Dewan Komisaris dan Komite Audit sebagai Variabel Moderasi*. *Skripsi Universitas Indonesia*.
- Naceur, S.B., & Goaid, M. (2003). *The Determinant of Commercial Bank Interest Margin and Profitability: Evidence from Tunisia*. *Journal of Frontiers in Economics and Finance*.

ISSN

2302-1810 (online)

DOI: doi.org/10.21009/wahana-akuntansi/13.2.05

- Niati, F. (2012). Pengaruh Corporate Governance, Kepemilikan Manajerial, dan Cash Holding Dalam Upaya Meningkatkan Kesejahteraan Pemegang Saham. Universitas Indonesia, Fakultas Ekonomi.
- Ohnemus, L. (2008). *Is Branding Creating Shareholder Wealth for Banks?*. International Journal of Bank Marketing, 186-201.
- Oladele, K.O. (2013). *The Determinants of Value Creation in Nigerian Banking Industry: Panel Evidence*. International Journal of Business and Social Science, 89-101.
- Qin, X., & Pastory, D. (2012). *Commercial Banks Profitability Position: The Case of Tanzania*. International Journal of Business and Management, 136-144.
- Rosadi, D. (2012). *Ekonometrika & Analisis Runtun Waktu Terapan dengan Eviews*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jaffe, J. (2010). *Corporate Finance* (9th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Winarno, W.W. (2011). *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews* (ed. 3). Yogyakarta: UPP STIM YKPN.