



LAPORAN PENELITIAN

**KAJIAN EMPIRIS KEPUTUSAN INVESTASI, PENDANAAN DAN DIVIDEN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN RISIKO BISNIS SEBAGAI
VARIABEL MEDIASI DI BURSA EFEK INDONESIA**

Oleh:

**H. SAMADI W. BAKAR
H. ISNURHADI**

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SRIWIJAYA**

2013

**HALAMAN IDENTITAS DAN PENGESAHAN LAPORAN
PENELITIAN DOSEN FAKULTAS EKONOMI UNSRI
TAHUN ANGGARAN 2013**

1. Judul Penelitian	: Kajian Empiris Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dengan Risiko Bisnis Sebagai Variabel Mediasi di Bursa Efek Indonesia
2. Bidang Ilmu Penelitian	: Ekonomi
3. Ketua Peneliti	
a. Nama Lengkap dan Gelar	: Drs.H. Samadi W. Bakar, SU
b. Jenis Kelamin	: Laki-laki
c. NIP	: 195404011980031001
d. Jabatan Fungsional	: Lektor
e. Jabatan Struktural	: -
f. Bidang Keahlian	: Manajemen Keuangan
g. Fakultas/Jurusan	: Ekonomi/Manajemen
h. Perguruan Tinggi	: Universitas Sriwijaya
i. Alamat	: Jl. Raya Palembang-Prabumulih KM 32, Ogan Ilir 30662, No. Telpn (0711) 581077
4. Jumlah Tim Peneliti	: 2 (dua) orang dosen dan 3 (tiga) mahasiswa
5. Lokasi Penelitian	: Bursa Efek Indonesia
6. Mata Kuliah Yang Diampu	: Manajemen Keuangan
7. Waktu Penelitian	: 4 (Empat) Bulan
8. Biaya	: Rp7.000.000,- (Tujuh Juta Rupiah)

Inderalaya, 27 Oktober 2013

Mengetahui:

Ketua Jurusan Manajemen

Ketua Peneliti,

Dr. Muhammad Adam, S.E., M.E
NIP. 196706241994021002

Drs.H. Samadi W. Bakar, SU
NIP. 195404011980031001

Menyetujui,
Dekan Fakultas Ekonomi,

Prof. Dr. H. Taufik, S.E., M.Si
NIP. 196812241993031002

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris tentang 1) pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan, 2) peran risiko bisnis sebagai mediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan, 3) pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan, 3) peran risiko bisnis sebagai mediasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan, 4) pengaruh keputusan dividen terhadap nilai perusahaan, 5) peran risiko bisnis sebagai mediasi pengaruh keputusan dividen terhadap nilai perusahaan dan 6) pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan 2009-2011. Berdasarkan kriteria populasi yang ditetapkan maka metode pengambilan sampel adalah sampel jenuh atau sensus. Jumlah perusahaan yang dianalisis sebanyak 18 perusahaan sehingga unit analisis adalah 54 observasi. Metode analisa data dilakukan secara deskriptif dan inferensial dengan menggunakan analisis jalur (*path analysis*). Temuan penelitian adalah: 1) Keputusan investasi signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, 2) risiko bisnis bukan mediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan, 3) keputusan pendanaan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, 4) risiko bisnis sebagai *full mediation* pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan, 5) keputusan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, 6) risiko bisnis bukan mediasi pengaruh keputusan dividen terhadap nilai perusahaan dan 7) risiko bisnis dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Kata Kunci : Keputusan investasi, pendanaan, dividen, risiko bisnis, nilai perusahaan

KATA PENGANTAR

Hanya atas ridho Allah semata sehingga laporan penelitian dengan judul “Kajian empiris keputusan investasi, pendanaan dan dividen terhadap nilai perusahaan dengan risiko bisnis sebagai variabel mediasi di Bursa Efek Indonesia” dapat diselesaikan dengan baik.

Penelitian ini membahas pengaruh keputusan keuangan yang meliputi keputusan investasi, pendanaan dan dividen terhadap nilai perusahaan. Selain itu penelitian ini juga membahas peran mediasi variabel risiko bisnis terkait dengan keputusan keuangan dan nilai perusahaan dengan objek pengamatan perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Peneliti mengucapkan terima kasih kepada Bapak Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya yang telah memberikan kesempatan untuk melakukan penelitian ini. Penelitian ini didanai oleh Dana Penelitian Fakultas Ekonomi Tahun Anggaran 2013/2014. Semoga hasil penelitian ini dapat dimanfaatkan oleh pihak-pihak terkait terutama para mahasiswa Fakultas Ekonomi yang mengambil konsentrasi Manajemen Keuangan dan pihak-pihak lain yang ingin menambah khasanah ilmu pengetahuan dalam bidang manajemen keuangan. Kepada semua pihak yang telah turut berpartisipasi sehingga selesainya penelitian ini diucapkan terima kasih.

Palembang, 28 Oktober 2013

Tim Peneliti

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN IDENTITAS DAN PENGESAHAN	i
ABSTRAK	ii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	vi
DAFTAR GAMBAR	vii
BAB I. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	6
1.3. Tujuan Penelitian	6
1.4. Kontribusi Penelitian	7
BAB II TELAAH PUSTAKA	8
2.1. Nilai Perusahaan	8
2.2. Keputusan Keputusan Perspektif Manajemen Keuangan	11
2.3. Konsep Risiko Bisnis	16
2.4. Kerangka Konseptual	17
2.5. Hipotesis Penelitian	19
BAB III METODE PENELITIAN	20
3.1. Jenis Penelitian	20
3.2. Populasi dan Sampel	20
3.3. Operasional Variabel Penelitian	22
3.4. Metode Analisis Data	23
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	25
4.1. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	25
4.2. Analisis Statistik Inferensial	27
4.3. Hasil Pengujian Hipotesis	28
4.4. Pembahasan Hipotesis Penelitian	33
4.5. Kontribusi Penelitian	38
4.6. Keterbatasan Penelitian	39

BAB V SIMPULAN DAN SARAN	41
5.1. Simpulan	41
5.2. Saran-saran	41
DAFTAR PUSTAKA	42

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 3.1. Kriteria Populasi Penelitian	21
Tabel 3.2. Daftar Perusahaan Sampel Penelitian	22
Tabel 3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian	22
Tabel 4.1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	25
Tabel 4.2. Hasil Pengujian Asumsi Linieritas	27
Tabel 4.3. Hasil Pengujian Langsung Hipotesis Penelitian	29

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1. Konsep Hubungan Keputusan Manajemen Keuangan	11
Gambar 2.2. Peranan Manajer Keuangan dalam Keputusan Keuangan	14
Gambar 2.3. Model Hipotesis Penelitian	19
Gambar 4.1. Diagram Jalur Hasil Pengujian Langsung	30
Gambar 4.2. Diagram Jalur Hasil Pengujian Tidak Langsung KI ke NP	31
Gambar 4.3. Diagram Jalur Hasil Pengujian Tidak Langsung KP ke NP	31
Gambar 4.4. Diagram Jalur Hasil Pengujian Tidak Langsung KD ke NP	32

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Tujuan perusahaan dalam jangka panjang adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pula pemiliknya. Tujuan perusahaan tersebut dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan memengaruhi keputusan keuangan yang lain sehingga berdampak pada nilai perusahaan (Fama & French, 1998).

Keputusan keuangan dalam sudut pandang manajemen keuangan meliputi keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimumkan nilai perusahaan, maka keputusan-keputusan tersebut saling berkaitan satu dengan lainnya. Kombinasi ketiganya jika terlaksana dengan tepat selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran kekayaan pemegang saham sesuai dengan tujuan jangka panjang perusahaan didirikan. Oleh sebab itu, perusahaan dalam suatu organisasi dan manajer perusahaan sebagai pimpinan perusahaan berupaya terus memperhatikan dampak dari ketiga keputusan tersebut terhadap nilai perusahaan.

Menurut Jacob & Pettit (1989) menguraikan bahwa memaksimumkan nilai perusahaan melalui keputusan investasi, pendanaan dan dividen dimana keputusan-keputusan ini berdampak pada aliran kas dimasa yang akan datang, risiko yang dihadapi dan tingkat *return* yang diharapkan perusahaan. Maksimum nilai perusahaan tercermin dalam harga sahamnya (Fama, 1978; Walker 2000). Harga saham sebagai proksi nilai perusahaan diartikan sebagai harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli jika investor ingin memiliki suatu bukti kepemilikan atau suatu perusahaan. Menurut Wright & Ferris (1997) bahwa *return* saham merupakan pencerminan kemampuan unit bisnis menghasilkan keuntungan yang telah menggunakan sumber daya perusahaan secara efisien.

Keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan. Fama (1978) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata

ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Tujuan keputusan investasi adalah memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. Keuntungan yang tinggi disertai dengan risiko yang bisa dikelola, diharapkan akan menaikkan nilai perusahaan, yang berarti menaikkan kemakmuran pemegangsaham. Dengan kata lain, bila dalam berinvestasi perusahaan mampu menghasilkan keuntungan dengan menggunakan sumber daya perusahaan secara efisien, maka perusahaan akan memperoleh kepercayaan dari calon investor untuk membeli sahamnya. Dengan demikian, semakin tinggi keuntungan perusahaan semakin tinggi nilai perusahaan.

Penelitian empirik pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan hasilnya masih belum konsisten. Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan ditemui pada penelitian Fama (1997); MacKay (2005); Hasnawati (2005a, 2005b); Hossain *et al.* (2005); Yoon & Starks (1995); Nopratiwi (2004); Hidayat (2010); Akhtaruddin & Hossain (2008); Efni (2011). Tetapi penelitian lain seperti yang dilakukan Kallapur & Trombley (1999); Suharli (1997) dan Bernadi (2007) menemukan bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan diartikan bahwa adanya sejumlah investasi yang akan mendapat surplus jika perusahaan mampu membuat keputusan investasi yang tepat. Surplus yang diperoleh akan memberikan kontribusi terhadap *cash inflow*, kemudian diakumulasikan pada peningkatan profit perusahaan. Sebaliknya jika keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan diartikan bahwa perusahaan memiliki defisit atas sejumlah investasi yang dilakukan sehingga akan mengurangi ekuitas dan pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan.

Keputusan pendanaan memiliki peran strategis bagi kesejahteraan pemilik dan kelangsungan hidup perusahaan. Sejumlah teori telah muncul untuk menjelaskan perbedaan keputusan pendanaan bagi setiap perusahaan. Teori-teori tersebut menyatakan bahwa perusahaan dalam menetapkan struktur pendanaan tergantung pada perimbangan antara beban dan manfaat, keseimbangan informasi dan insentif pengendalian perusahaan.

Teori struktur modal mulai mendapat perhatian sejak Modigliani & Miller (1958) mengungkapkan tesisnya bahwa keputusan pendanaan tidak memengaruhi nilai perusahaan. Esensi teori struktur modal Modigliani & Miller (1958) menyatakan bahwa nilai ekonomi aset perusahaan ditentukan sepenuhnya oleh *operating cash flow* dan bukan oleh struktur pembiayaan. Jika pernyataan itu benar, lalu mengapa perusahaan menggunakan hutang?. Usaha untuk menjawab pertanyaan pertanyaan tersebut telah melahirkan banyak teori struktur modal. Teori struktur modal yang banyak mendapat perhatian adalah teori *asimetris information* dan *signaling*, teori *pecking order* dan teori *trade-off*.

Penelitian empiris mengenai pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan masih belum adanya konsistensi hasil penelitian seperti yang dilakukan Bernadi (2007) dan Hasnawati (2005a; 2005b) menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Tetapi penelitian lain seperti Sujoko (2007); Umrie *et al* (2010); Yuliani (2011) menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan tidak signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil kontradiktif ini sebelumnya para pakar keuangan yang banyak dirujuk pada penelitian keuangan seperti Fama & French (1997) menjelaskan bahwa hutang mempunyai hubungan negatif terhadap nilai perusahaan. Kajian Modigliani & Miller (1963) telah mendahului dengan beberapa proposisi yang diajukan sehingga menyimpulkan bahwa struktur modal tidak relevan memengaruhi nilai perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan yang penting dan harus dipertimbangkan matang oleh manajemen perusahaan, karena kebijakan dividen akan melibatkan kepentingan saham dengan dividennya dan kepentingan perusahaan dengan laba ditahannya. Pada hakikatnya kebijakan dividen akan menentukan berapa banyak laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen dan berapa banyak laba yang akan ditahan untuk reinvestasi. Jika perusahaan memilih akan membagikan sebagian besar laba bersihnya sebagai dividen maka laba yang akan ditahan akan kecil sehingga pembentukan dana intern juga akan kecil, hal ini akan menghambat pertumbuhan pendapatan dan harga saham. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan sebagian besar labanya maka laba yang akan dibagikan sebagai dividen akan kecil. Oleh karenanya, perusahaan dalam membuat

keputusan keuangan dalam hal pembagian dividen harus dapat menyeimbangkan antara pertumbuhan perusahaan dan para pemegang saham.

Keputusan untuk membagi laba sebagai dividen ataukah menahannya untuk diinvestasikan kembali masih menjadi keputusan yang mengundang kontroversi. Secara teoritis laba dibenarkan untuk diinvestasikan kembali jika menghasilkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi dari biaya modal sendiri. Modigliani & Miller (1963) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan terhadap nilai perusahaan. Hal ini diartikan bahwa kebijakan dividen yang diambil perusahaan tidak akan memengaruhi nilai perusahaan, sebaliknya teori lain menyatakan bahwa kebijakan dividen relevan memengaruhi nilai perusahaan.

Penelusuran penelitian terdahulu tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan masih menjadi topik menarik untuk diteliti kembali karena belum adanya konsistensi hasil penelitian. Menurut Modigliani & Miller (1963) menyimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak relevan memengaruhi nilai perusahaan. Berbeda dengan hasil penelitian Sujoko (2007) yang menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh signifikan dan positif kebijakan pembayaran dividen terhadap nilai perusahaan disebabkan adanya mekanisme yang dapat mengkomunikasikan informasi manajemen mengenai kinerja perusahaan saat ini dan masa yang akan datang. Penelitian Hasnawati (2005a) menyimpulkan bahwa secara parsial keputusan dividen berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan tiga keputusan keuangan yang digunakan sebagai variabel eksogen maka keputusan dividen adalah paling dominan memengaruhi nilai perusahaan.

Keputusan-keputusan yang ada dalam sudut pandang manajemen keuangan menguraikan bahwa setiap manajer harus mampu membuat keputusan yang efektif dengan tujuan akhir jangka panjang adalah peningkatan nilai perusahaan. Oleh karena itu, setiap keputusan yang diambil akan memunculkan faktor ketidakpastian bagi perusahaan. Faktor risiko bisnis saat keputusan diambil merupakan suatu tindakan yang perlu mendapatkan perhatian. Risiko bisnis diartikan sebagai risiko yang timbul akibat operasional perusahaan, jika dikaitkan dengan nilai perusahaan maka semakin tinggi risiko perusahaan maka nilai dari perusahaan juga tinggi artinya perusahaan dapat bekerja secara efisien.

Penelitian mengenai faktor risiko terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan. Namun, penelitian tentang risiko sebagai dampak dari keputusan investasi, pendanaan dan dividen masih relatif sedikit. Penelitian yang dilakukan Wasnieski (2008) menemukan bahwa menggunakan indikator risiko pasar, risiko operasional dan risiko kredit sebagai refleksi dari faktor risiko ditemukan hubungan negatif dengan nilai perusahaan untuk jangka panjang. Efni (2011) menyimpulkan bahwa faktor risiko dapat menurunkan nilai perusahaan. Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi risiko yang dihadapi maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan.

Berdasarkan hasil temuan yang belum konsisten antara keputusan investasi, pendanaan, dividen terhadap nilai perusahaan, maka memotivasi peneliti untuk menguji kembali dengan mengoperasionalkan risiko bisnis sebagai variabel mediasi. Penempatan risiko bisnis sebagai mediasi didasarkan pada alur pikir peneliti bahwa efektifnya keputusan-keputusan keuangan dalam sudut pandang manajemen keuangan yang meliputi keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan dividen dengan memperhatikan risiko bisnis sebagai akibat operasional perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Objek pengamatan penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dimana fenomena keputusan-keputusan keuangan tampak dan terjadi di BEI, misalnya dividen. Pada umumnya dividen dibagikan setiap satu tahun sekali, demikian juga kegiatan investasi dan pendanaan tidak setiap saat dilakukan, namun nilai perusahaan berubah setiap saat. Nilai perusahaan berubah lebih cepat disebabkan oleh faktor lainnya misalnya informasi makro seperti situasi politik dan sosial. Atas dasar fenomena tersebut maka menarik untuk diteliti sejauh mana keputusan-keputusan keuangan memengaruhi nilai perusahaan *go public* di Indonesia.

1.2. Perumusan Masalah

Rumusan masalah yang akan dijawab dalam penelitian ini meliputi:

1. Apakah keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah risiko bisnis signifikan sebagai mediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan?
3. Apakah keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan?
4. Apakah risiko bisnis signifikan sebagai mediasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan?
5. Apakah kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan?
6. Apakah risiko bisnis signifikan sebagai mediasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan?
7. Apakah risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan?

1.3. Tujuan Penelitian

1. Menjelaskan dan menganalisis pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.
2. Mengukur dan menganalisis peran risiko bisnis sebagai mediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.
3. Menjelaskan dan menganalisis pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.
4. Mengukur dan menganalisis peran risiko bisnis sebagai mediasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.
5. Menjelaskan dan menganalisis pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
6. Mengukur dan menganalisis peran risiko bisnis sebagai mediasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
7. Mengukur dan menganalisis pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan.

1.4. Kontribusi Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi sebagai berikut:

1. Memberikan wacana dan ilustrasi bagi pengembangan ilmu manajemen khususnya Manajemen Keuangan.

2. Memperkaya khasanah studi empiris bagi para peneliti yang berkecimpung dalam kajian ekonomi bisnis dan dosen pengajar mengenai topik yang akan dijadikan bahan ajar perkuliahan.
3. Menjadikan hasil penelitian ini sebagai referensi bagi mahasiswa fakultas ekonomi khususnya mahasiswa yang mengambil konsentrasi Manajemen Keuangan yang ingin mengkaji secara mendalam terhadap topik yang akan dibahas.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1. Nilai Perusahaan

Tujuan umum perusahaan dapat bersifat ekonomis dan nonekonomis (Hanafi & Halim, 2009: 11). Tujuan ekonomis adalah memperoleh keuntungan, untuk mencapai keuntungan tersebut maka harus menggunakan strategi yang berbeda-beda disesuaikan dengan fungsi-fungsi perusahaan baik pada fungsi produksi, pemasaran, keuangan dan sumberdaya manusia. Tujuan manajemen keuangan adalah memaksimumkan kemakmuran pemegang saham (*maximization wealth of stockholders*) melalui maksimisasi nilai perusahaan dimana nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Brealey & Myers, 1988: 3-4); Weston & Copeland (1995: 10-11); Damodaran (1997: 5); Ross *et al.* (2005: 14).

Nilai perusahaan adalah *present value* dari *cash flow* yang diharapkan dan *discount rate* pengembalian yang mencerminkan baik risiko perusahaan dan *financing mix* yang digunakan. Tujuan normatif perusahaan adalah maksimum nilai perusahaan telah dikemukakan Ross *et al.* (2005: 14): “*The goal of financial management is to maximize the shareholder’s wealth by taking action that increase the current value per share of exiting stock of the firm*” yang dapat diartikan bahwa tujuan manajemen keuangan adalah untuk memaksimumkan kemakmuran pemegang saham dengan mengambil tindakan pada peningkatan nilai per lembar saham sekarang dari saham yang ada. Gitman (2003: 15): “*The goal of the firm, and therefore of all managers and employees, is to maximize the wealth of the owners for whom it is being operated*”. Tujuan memaksimumkan nilai perusahaan tersebut berhubungan dengan keputusan keuangan, sehingga setiap keputusan sudah selayaknya ditujukan tindakan yang dapat meningkatkan harga saham perusahaan.

Damodaran (2006: 6) juga menjelaskan bahwa fungsi tujuan dalam keuangan perusahaan adalah untuk memaksimumkan nilai perusahaan, yang dikaitkan dengan tiga keputusan keuangan perusahaan yaitu investasi, pendanaan dan keputusan dividen. Hubungan antara keputusan-keputusan tersebut dan nilai perusahaan adalah: “*the value of a firm is the present value of its expected cash flows, discounted back at*

a rate that reflects both the riskiness of the projects of the firm and the financing mix used to finance them". Dalam pengertian Damodaran bahwa nilai perusahaan dalam tercermin pada nilai sekarang dari aliran kas yang diharapkan, tingkat pengembalian yang merefleksikan risiko suatu proyek perusahaan dan bauran pendanaan yang digunakan untuk membiayai kegiatan tersebut.

Sebelumnya Brigham & Houston (2001) telah menyatakan bahwa tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham dan tujuan utama dari keputusan manajemen adalah mempertimbangkan risiko dan penentuan waktu yang berkaitan dengan memperkirakan laba per saham untuk memaksimalkan harga saham.

Sujono (2010) juga menguraikan bahwa mengapa perusahaan ada? Pandangan Sujono berdasarkan teori perusahaan bahwa perusahaan harus mampu meningkatkan efisiensi penggunaan dan alokasi sumberdaya secara lebih baik dibandingkan jika diserahkan sepenuhnya kepada mekanisme pasar. Jadi perusahaan ada karena pasar dan pelaku ekonomi membutuhkan. Selain itu, perusahaan ada karena masyarakat, dan pelaku ekonomi termasuk pemerintah mendapatkan manfaat.

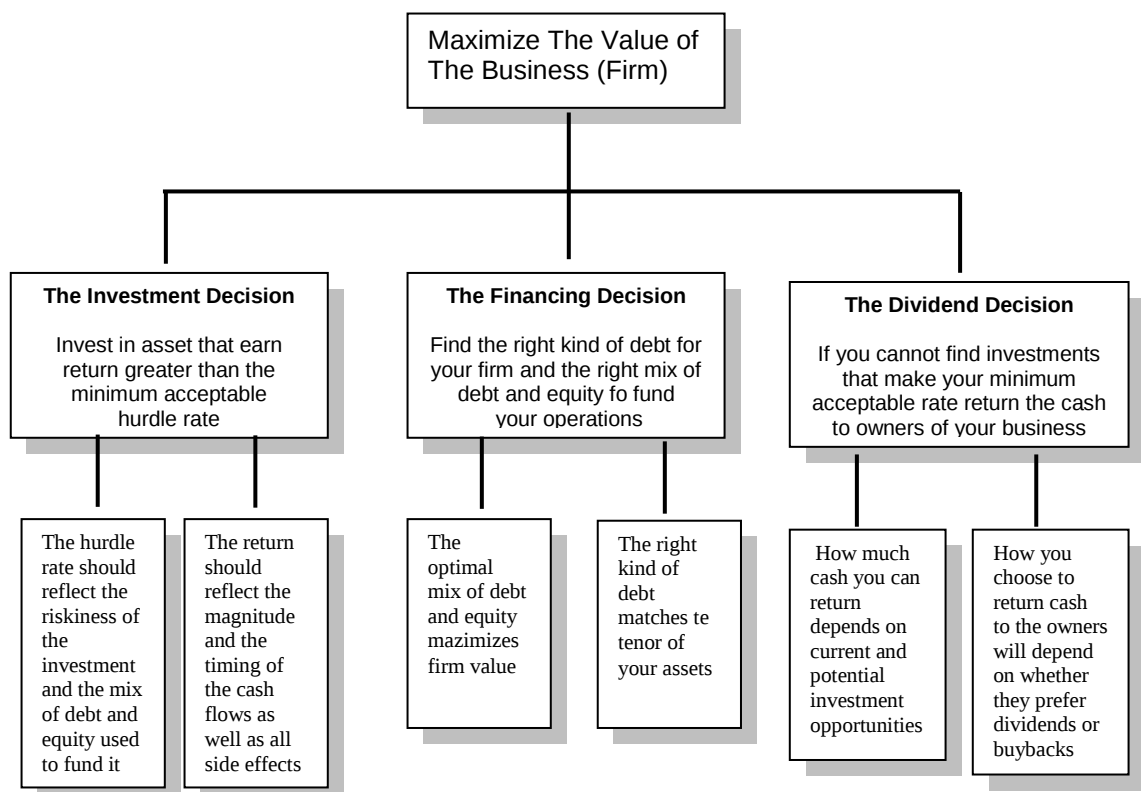
Setelah perusahaan ada, pertanyaan selanjutnya adalah kepentingan siapa perusahaan dijalankan? Sebagian besar ekonom akan menjawab secara sederhana bahwa manajer harus memiliki kriteria untuk mengevaluasi kinerja dan memutuskan alternatif tindakan yang diperlukan. Kriteria seharusnya yang digunakan adalah memaksimalkan *market value* jangka panjang perusahaan (*firm value*, dalam hal ini tidak hanya ekuitas, tetapi juga jumlah semua nilai klaim finansial terhadap perusahaan- hutang dan saham preferen).

Penantang utama maksimalisasi nilai sebagai tujuan perusahaan disebut "*stakeholder theory*". Teori *stakeholder* menyatakan bahwa para manajer seharusnya memperhatikan kepentingan semua *stakeholder* perusahaan dalam membuat keputusan. *Stakeholder* perusahaan mencakup semua individu atau kelompok-kelompok yang memengaruhi atau dipengaruhi oleh kemakmuran perusahaan. Kategori yang memenuhi kriteria tersebut adalah tidak hanya *claimholders* finansial saja, tetapi juga karyawan, pelanggan, masyarakat dan pemerintah. Teori *stakeholder* berakar dalam sosiologi, perilaku keorganisasian dan

politik kepentingan diri manajerial. Hal itu berbeda dengan landasan maksimalisasi nilai yang berakar pada ilmu ekonomi.

Dalam usaha menyelaraskan dua teori tersebut Jensen (1986) menyatakan bahwa manajer tidak mungkin dapat mencapai nilai perusahaan yang maksimum jangka panjang tanpa dukungan *stakeholder*. Untuk mencapai nilai perusahaan yang maksimum dalam jangka panjang maka perusahaan harus menetapkan tujuannya sebagai usaha pencarian nilai maksimum perusahaan yang disebut sebagai *enlightened stakeholder theory*.

Nilai total perusahaan merupakan jumlah dari kedua komponen nilai yaitu nilai pasar saham ditambah dengan pasar hutang (Safieddine & Titman, 1999). Nilai pasar saham dapat dipandang dari berbagai segi permintaan, penawaran, dan faktor-faktor eksternal seperti efisiensi pasar, tingkat bunga, tingkat inflasi, maupun nilai kurs. Ukuran kekayaan pemegang saham memfokuskan pada kinerja saham perusahaan dan mencoba menentukan berapa kenaikan kekayaannya dari satu periode ke periode berikutnya berdasarkan dividen yang diterima (Bacidoere *et al.*, 1997). Konsep hubungan nilai perusahaan dengan keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen dikemukakan Damodaran (2006: 9):



Sumber: Damodaran (2006: 9)

Gambar 2.1. Konsep Hubungan Keputusan Manajemen Keuangan terhadap Nilai Perusahaan/Bisnis

2.2. Keputusan Keuangan Perspektif Manajemen Keuangan

2.2.1. Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan keputusan terhadap aktiva yang dikelola perusahaan. Keputusan investasi berpengaruh secara langsung terhadap besarnya rentabilitas investasi dan aliran kas perusahaan dimasa-masa yang akan datang. Menurut Damodaran (2006) telah mengemukakan bahwa prinsip investasi adalah berinvestasi pada asset dan proyek dimana tingkat keuntungan pengembalian lebih besar daripada tingkat bunga minimum yang diterima. Tingkat *hurdle rate* yang tinggi untuk proyek berisiko tinggi dan mencerminkan pendanaan campuran yang digunakan yaitu, ekuitas dan hutang. *Return* dari proyek diukur berdasarkan waktu dan *cash flow* yang dihasilkan dimana keduanya berdampak positif dan negatif terhadap proyek tersebut.

Tujuan keputusan investasi adalah memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. Keuntungan yang tinggi disertai dengan risiko yang

bisa dikelola diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan, yang artinya menaikkan kemakmuran pemegang saham. Pengukuran keputusan investasi dalam studi terdahulu seperti Smith & Watts (1992); Gaver & Gaver (1995); Kallapur & Trombley (1999) membuat empat klasifikasi yaitu:

1. Berbasis harga (*price based proxies*);

Proksi ini berdasarkan perbedaan antara *assets* dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, proksi ini sangat tergantung pada harga saham sebagai manifestasi dari nilai perusahaan. Perusahaan yang tumbuh akan memiliki harga saham relatif yang lebih tinggi dibandingkan dengan *asset* yang dimiliki. Proksi berbasis harga tercermin dari tingginya rasio yang berhubungan dengan harga saham dan *asset* yang dimiliki. Semakin tinggi harga saham berarti akan semakin tinggi dan akan semakin rendah *asset* yang dimiliki perusahaan. Proksi berbasis harga adalah: *Market value of equity plus book value of debt, Ratio of book to market value of asset, Ratio of book to market value of equity, Ratio of book value of property, plant, and equipment to firm value, Ratio of replacement value of assets to market value, Ratio of depreciation expense to value* dan *Earning Price ratio*

2. Berbasis investasi (*investment based proxies*)

Proksi ini berdasarkan pada tingkat aktivitas investasi terhadap hasil operasi perusahaan. Semakin tinggi tingkat aktivitas investasi mencerminkan semakin luasnya kesempatan investasi dan semakin meningkat hasil operasi perusahaan. Hasil operasi perusahaan tampak pada kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba usaha dalam suatu periode tertentu. Laba usaha yang tinggi mencerminkan kemampuan yang dihasilkan dengan sejumlah *assets* yang dimiliki. Proksi berbasis investasi terdiri dari: *Ratio R&D expense to firm value, Ratio of R&D expense to total assets, Ratio of R&D expense to sales, Ratio of capital addition to firm value*, dan *Ratio of capital addition to asset book value*

3. Berbasis varian (*variance measure*)

Proksi berbasis varian mendasarkan pada ide pilihan akan menjadi lebih bernilai sebagai variabilitas dari *return* dengan dasar pada peningkatan *asset*. Untuk proksi varians beberapa peneliti keuangan menggunakan *total return* atau ada juga yang mengukur dengan *market model beta*. Varian *total return* pada perhitungannya

mendasarkan pada perkembangan harga saham yang dihitung berdasarkan tahun dasar.

4. Berbasis ukuran-ukuran gabungan (*composite measures*)

Proksi ini dilakukan sebagai upaya untuk meminimalkan *measurement error* yang ada pada proksi dengan rasio individual. Berbagai alternatif proksi gabungan dapat dilakukan dengan cara:

a. Analisis Sensitivitas

Analisis ini dilakukan dengan cara mensubstitusikan setiap proksi satu per satu ke dalam model untuk mendapatkan satu proksi terbaik.

b. *Common Factor Analysis* (CFA)

CFA digunakan untuk memperoleh *factor score* sebagai indeks umum untuk pengukuran keputusan investasi.

c. *Structural Equation Model* (SEM)

SEM dilakukan dengan mengkombinasikan proksi individual pada masing-masing klasifikasi karena besaran keputusan investasi tidak dapat diobservasi secara langsung (laten). Variabel-variabel terukur dari proksi ini digabung menjadi satu variabel laten menggunakan SEM dengan pendekatan CFA akan diperoleh proksi dominan yang menjadi manifestasi dari variabel laten keputusan investasi.

2.2.2. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan menggambarkan perusahaan dalam membuat keputusan pendanaan apakah menggunakan hutang jangka pendek, jangka panjang atau ekuitas. Pendanaan mencakup dana jangka pendek dan jangka panjang, dimana jangka pendek didefinisikan sebagai pendanaan yang kurang dari satu tahun atau kurang dari satu siklus bisnis, sedangkan jangka panjang lebih dari satu periode bisnis (Hanafi, 2005:4).

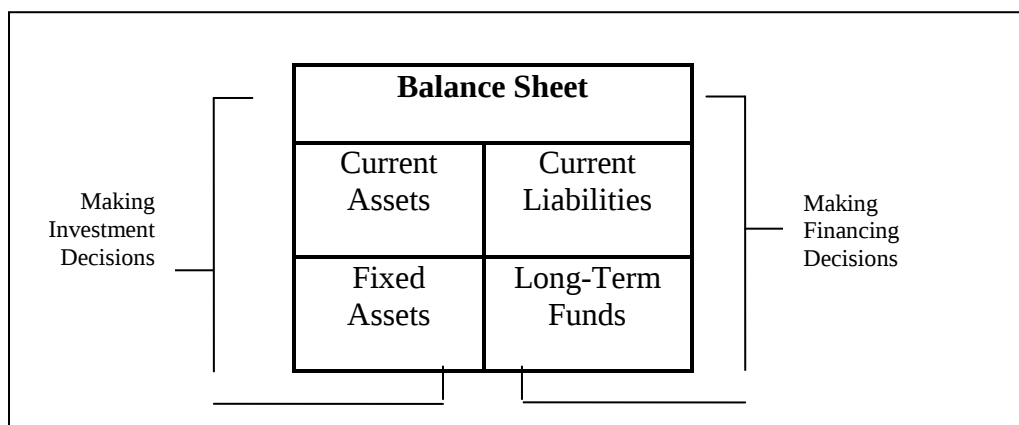
Gitman (2003:13) mengemukakan bahwa “..... *financing decision determine both the mix and the type of financing used by the firm.*” Sedangkan Gumanti (2007) menjelaskan bahwa “*financing mix is the way a company manages its right side components of the balance sheet. A company may have different composition of its financing and it depends on many aspects. One aspect that could affect a company’s decision of its financial structure is its life cycle*”. Penjelasan ini dimaknai bahwa

bauran pendanaan tersebut merupakan bagaimana cara perusahaan dalam mengelola komponen *pasiva* di neraca. Sisi kanan neraca menggambarkan sumber dana yang dimiliki perusahaan atau disebut struktur finansial. Ulasan tentang hubungan antara perimbangan (*trade-off*) utang–ekuitas (*debt-equity*) maka Gumanti menghubungkan dengan lima siklus hidup perusahaan (pendirian, ekspansi, tinggi, kedewasaan dan penurunan). Alasan yang dikemukakan bahwa setiap tahapan siklus kehidupan perusahaan maka pola pendanaan akan berbeda dan dapat diidentifikasi.

Sartono (2001: 225) menyatakan struktur modal adalah perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Sementara itu struktur keuangan adalah perimbangan antara total hutang dengan modal sendiri. Dengan kata lain, bahwa struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan. Weston & Copeland (1995) juga berpendapat bahwa:

“Financial structure refers to the way the firm’s assets are financed. Financial structure is represented by the entire right-hand side of the balance sheet. It includes short-term. Debt and long-term debt as well as shareholder’s equity. Capital structure or the capitalization of the form is the permanent financing represented by long-term debt, preferred stock, and shareholder’s equity. Thus, a firm’s capital structure is only part of financial structure.”

Definisi diatas tampak bahwa yang dimaksud dengan struktur keuangan adalah perpaduan dari seluruh item yang ada di sisi kanan neraca perusahaan yang mencerminkan pendanaan aktiva secara keseluruhan. Peran dari seorang manajer keuangan dalam keputusan keuangan terlihat pada gambar berikut:



Sumber: Gitman (2003:13)

Gambar 2.2. Peranan Manajer Keuangan dalam Keputusan Keuangan

Pada Gambar 2 terlihat bahwa tugas seorang manajer keuangan dalam membuat keputusan pendanaan dan keputusan investasi. Gambar diatas juga memperlihatkan struktur keuangan dan struktur kekayaan, dimana dalam hubungan kedua struktur tersebut dikenal adanya pedoman atau aturan struktur keuangan yang konservatif baik yang vertikal maupun horizontal (Riyanto, 1997:23).

2.2.3. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan untuk menambah modal perusahaan. Beberapa teori yang berkaitan dengan kebijakan dividen dijelaskan Hanafi (2005:362-364): *irrelevant theory* dan *relevant theory*.

Irrelevant theory menyatakan bahwa dividen tidak relevan dengan nilai perusahaan dikemukakan oleh Miller & Modigliani (1961) mengajukan bahwa argumen kebijakan dividen tidak relevan. *Relevant theory*, teori ini berdasarkan pada argumen bahwa kebijakan dividen relevan dengan nilai perusahaan dengan asumsi pasar tidak sempurna (*imperfect markets*). Berdasarkan argumen ini maka perusahaan perlu membayar dividen baik tinggi maupun rendah. Beberapa teori yang mendasari adalah *bird hand theory*, teori preferensi pajak, *signaling theory*, *cliente effect* dan *residual theory of dividend*.

Bird in hand theory dari Lintner (1962) menjelaskan bahwa investor menyukai dividen yang tinggi karena dividen yang diterima seperti burung di tangan yang risikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang dibagikan. Argumen pembayaran dividen yang tinggi akan mengurangi risiko ketidakpastian yang selanjutnya akan mengurangi tingkat keuntungan yang diisyaratkan pemegang saham. Karena faktor ketidakpastian itu berkurang maka investor mau membayar harga yang tinggi untuk saham dengan dividen yang tinggi.

Berdasarkan teori preferensi pajak maka investor mungkin lebih menyukai pembagian dividen yang lebih rendah daripada dividen yang tinggi, karena dalam beberapa situasi investor lebih memilih pembayaran dividen yang lebih tinggi karena

membayar pajak lebih rendah. Selanjutnya dalam *signaling theory* diuraikan oleh Brigham & Houston (2001) bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai syarat dari perkiraan manajemen atas laba. Sedangkan menurut Modigliani & Miller (1961) berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang lebih tinggi dari perkiraan merupakan isyarat bagi investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan peningkatan laba dimasa mendatang.

Teori dividen lainnya *cliente effect* mensyaratkan bahwa kecenderungan suatu perusahaan untuk menarik sekelompok investor yang menyukai kebijakan dividennya. Hal ini diartikan bahwa kelompok yang berbeda dari pemegang saham menyukai kebijakan dividen yang berbeda. *Residual theory of dividend* menyatakan bahwa dividen sebaiknya dibayarkan setelah ada laba yang tersisa.

2.3. Konsep Risiko Bisnis

Risiko merupakan penyimpangan hasil yang diperoleh dari rencana hasil yang diharapkan. Risiko terjadi karena keadaan waktu yang akan datang penuh ketidakpastian. Menurut Brigham & Houston (2004) bahwa risiko dibedakan menjadi risiko bisnis (*business risk*) dan risiko keuangan (*financial risk*). Risiko bisnis menggambarkan tingkat risiko dari aktiva tetap jika tidak menggunakan hutang, sedangkan risiko keuangan menyangkut risiko tambahan bagi pemegang saham biasa akibat penambahan hutang. Risiko bisnis menciptakan ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi *Return On Asset* (ROA) masa depan. Sebelumnya konsep risiko telah dikembangkan oleh Markowitz pada Tahun 1955 bahwa menjelaskan risiko memperhatikan faktor pasar sehingga *return* yang diperoleh ditentukan oleh pasar.

Menurut Markowitz (1955) telah memperkenalkan model tersebut sebagai *two-parameter model* yang intinya mengatakan bahwa investor seharusnya fokus pada dua parameter yaitu *return* yang diharapkan dari suatu aset, dan risiko yang dilihat melalui standar deviasi *return* aset tersebut. Model Markowitz inilah yang dikembangkan dan dikenal saat ini adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Kemudian Gitman (2003) menjelaskan bahwa model ini digunakan untuk menghubungkan risiko yang relevan dengan return dari semua aset yang diperdagangkan di pasar modal yang efisien.

Sedangkan Brigham (2004) menjelaskan bahwa jika *leverage* operasi dihubungkan dengan risiko bisnis dan hal lain adalah tetap atau konstan, semakin besar *leverage* operasi maka semakin besar risiko bisnis sebagaimana yang diukur oleh variabilitas dari *Earning Before Interest and Tax* (EBIT) dan *Return On Equity* (ROE). Sedangkan *leverage* keuangan mengajukan bahwa pada sekuritas berpenghasilan tetap yaitu hutang dan saham preferen. Sehingga penggunaan hutang dan saham preferen akan menimbulkan risiko keuangan.

Risiko perusahaan dan *return* yang diharapkan secara langsung memengaruhi harga saham (Gitman, 2003). Risiko dan *return* adalah dua kunci yang menentukan nilai perusahaan. Oleh karena itu, manajer keuangan bertanggung jawab untuk menilai risiko dan *return* dari semua keputusan utama secara hati-hati agar dapat meyakinkan bahwa *return* yang diharapkan sesuai dengan risiko tertentu.

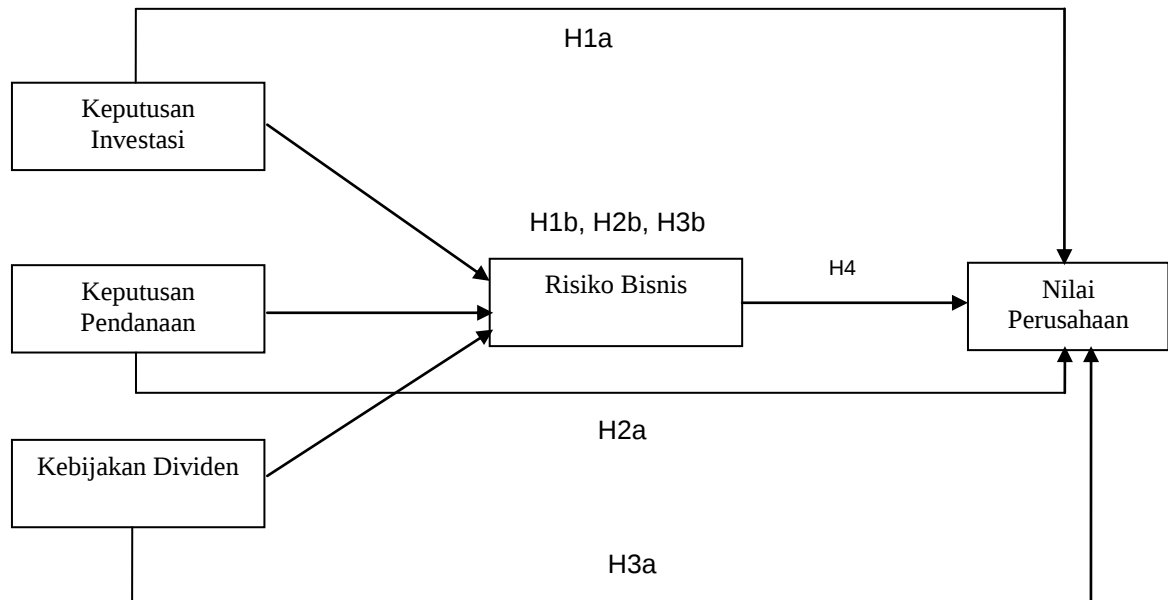
Penelitian Chandra (2005) tentang hubungan risiko dengan kinerja keuangan bahwa risiko berpengaruh terhadap kinerja keuangan, tetapi risiko keuangan berpengaruh negatif begitu juga risiko bisnis terhadap kinerja keuangan. Temuan Efni (2011) terhadap perusahaan sektor properti dan real estate bahwa risiko perusahaan berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan. Artinya semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan sektor properti dan real estate maka semakin menurunkan nilai perusahaan. Oleh sebab itu, menurut hasil penelitian Efni (2011) bahwa jika investor akan berinvestasi pada sektor properti dan real estate maka harus banyak mempertimbangkan risiko perusahaan terutama yang sebagai hasil keputusan pendanaan yang dilakukan perusahaan. Pengambilan keputusan pendanaan yang salah akan mengakibatkan perusahaan menanggung risiko yang besar dan akan berdampak pada nilai perusahaan.

2.4. Kerangka Konseptual Penelitian

Manajemen keuangan merupakan suatu ilmu tentang bagaimana suatu perusahaan agar tetap terus *survive* dalam menjalankan kegiatan usahanya dan tetap memikirkan kesejahteraan pemegang saham dan maksimum profit. Dalam kegiatannya maka tugas seorang manajer keuangan untuk membuat tiga keputusan dalam hal fungsinya sebagai pembuat keputusan keuangan dalam perusahaan. Ketiga keputusan yang dibuat adalah, 1) *Investment Decision*, dalam hal ini bagaimana

membuat keputusan investasi dengan memperhatikan *rate of return* yang akan diperoleh. Maka disini manajer keuangan dituntut bisa memilih *investment opportunity* yang menghasilkan *return* optimal. 2) *Financing Decision*, dalam hal ini bagaimana manajer keuangan memiliki kemampuan untuk mengelola dana dalam bentuk mencari dana dengan mempertimbangkan *cost of debt* yang akan ditanggung perusahaan. Jika salah dalam membuat keputusan ini maka dalam jangka panjang akan mengakibatkan *financial distress*. 3) *Dividend Policy*, keputusan ini akan menyangkut bagaimana manajer keuangan mampu mensejahterakan pemegang saham. Dalam kaitan kebijakan dividen manajer keuangan akan menentukan keputusan yang tepat karena menyangkut sumber dana ekstrnal yang digunakan perusahaan.

Keputusan-keputusan yang ada dalam sudut pandang manajemen keuangan menguraikan bahwa setiap manajer harus mampu membuat keputusan yang efektif dengan tujuan akhir jangka panjang adalah peningkatan nilai perusahaan. Oleh karena itu, setiap keputusan yang diambil akan memunculkan faktor ketidakpastian bagi perusahaan. Faktor risiko bisnis saat keputusan diambil merupakan suatu tindakan yang perlu mendapatkan perhatian. Risiko bisnis diartikan sebagai risiko yang timbul akibat operasional perusahaan, jika dikaitkan dengan nilai perusahaan maka semakin tinggi risiko perusahaan maka nilai dari perusahaan juga tinggi artinya perusahaan dapat bekerja secara efisien. Kerangka konseptual penelitian dan hipotesis ini tergambar pada Gambar 2.3:



Gambar 2.3. Model Hipotesis Penelitian

2.5. Hipotesis penelitian:

- H1a : Keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H1b : Risiko bisnis signifikan sebagai variabel mediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan
- H2a : Keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H2b : Risiko bisnis signifikan sebagai variabel mediasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan
- H3a : Keputusan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H3b : Risiko bisnis signifikan sebagai variabel mediasi pengaruh keputusan dividen terhadap nilai perusahaan
- H4 : Risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis Penelitian

Berdasarkan permasalahan, maka jenis penelitian ini adalah penelitian ekplanatori (*explanatory research*) yang bertujuan untuk mendapatkan penjelasan mengenai hubungan (kausalitas) antara variabel melalui pengujian hipotesis.

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Populasi target dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *public* berjumlah 374 perusahaan tidak termasuk bank dan lembaga keuangan bukan bank (asuransi, kredit agensi, perusahaan sekuritas). Alasan ini didukung oleh Jensen & Meckling (1976): bahwa “*highly regulated industries suc as public utility or bank will have higher debt equity ratios for equivalent level of risk than the average non regulated firm*”.

Dalam penelitian ini yang menjadi pengamatan adalah seluruh anggota populasi yang memenuhi kriteria yang digunakan untuk memilih perusahaan sebagai objek pengamatan. Adapun kriteria populasi tersebut meliputi:

1. Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan *audited* selama tahun 2008-2011. Hal ini untuk verifikasi tahap awal kelengkapan data dan variabel yang digunakan.
2. Perusahaan membukukan *Earning Before Interest and Tax* (EBIT) positif atau tidak menderita rugi (*loss*). Kriteria ini diperlukan untuk menghitung nilai buku pasar saham. *Outstanding Share* memerlukan data *Earning Per Share* dimana baru bisa dihitung jika perusahaan memperoleh laba positif.
3. Perusahaan membukukan *retained earning* positif. Jika besaran *retairned earning* negatif diartikan perusahaan tidak memiliki tambahan modal dari sumber dana intern.
4. Perusahaan memiliki saldo ekuitas yang positif. Kriteria ini untuk menghindari bias dalam perhitungan rasio jika ekuitas negatif.
5. Perusahaan membayar dividen secara terus-menerus selama periode pengamatan.

Berdasarkan kriteria diatas yang ditetapkan untuk menjamin validitas internal, maka dapat dihasilkan populasi yang memenuhi kriteria sebanyak 18 perusahaan. Adapun perusahaan yang memenuhi kriteria disajikan dalam Tabel 3.1 berikut:

Tabel 3.1.
Kriteria Populasi Penelitian

<i>No</i>	<i>Kriteria</i>	<i>Jumlah Perusahaan</i>
1.	Jumlah perusahaan <i>go public</i> selain bank dan LK	374
2.	Dikeluarkan karena laporan keuangan tidak lengkap	(128)
		246
3.	Dikeluarkan karena EBIT negatif	(121)
		125
4.	Dikeluarkan karena membukukan <i>retairned earning</i> negatif	(54)
		71
5.	Dikeluarkan karena ekuitas negatif	(22)
		49
6.	Dikeluarkan karena membayar dividen tidak kontinyu	31
Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria		18

Berdasarkan kriteria diatas yang memenuhi syarat berjumlah 18 perusahaan. Penelitian ini menggunakan sampel jenuh (sensus) dengan unit analisis adalah data panel atau *pooling data* dengan periode pengamatan (t)= tiga tahun (2009-2011) dan N= 18 perusahaan sehingga jumlah observasi/pengamatan sebanyak 54 kasus. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari lapoan keuangan yang dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia, ICMD 2008-2011 maupun dari *Annual Report* 2008-2011. Daftar perusahaan yang menjadi sampel penelitian disajikan dalam Tabel 3.2:

Tabel 3.2.

Daftar Perusahaan Sampel Penelitian

No	Nama Emiten	Kode Emiten
1	Astra Agro Lestari Tbk	AALI
2	PP London Sumatera Indonesia Tbk	LSIP
3	PT. Berau Coal Energy	BRAU
4	Vale Indonesia/International Nickel In	INCO
5	Semen Gresik (Persero) Tbk	SMGR
6	Astra Graphia Tbk	ASGR
7	United Tractors Tbk	UNTR
8	Astra Otoparts Tbk	AUTO
9	Gajah Tunggal Tbk	GJTL
10	Modern International Tbk	MDRN
11	Tempo Scan Pasific Tbk	TSPC
12	Merck Tbk	MERK
13	XL Axiata Tbk	EXCL
14	Plaza Indonesia Realty Tbk	PLIN
15	Citra Marga Nusapala Persada Tbk	CMNP
16	PT. Kalbe Farma Tbk	KLBF
17	PT. Petrosea Tbk	PTRO
18	PT. Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS

3.3. Operasional Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan lima variabel yang diteliti yaitu: keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, risiko bisnis dan nilai perusahaan. Masing-masing variabel penelitian secara operasional dapat didefinisikan pada Tabel 3.3:

Tabel 3.3.
Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Proksi	Pengukuran	Acuan
Keputusan Investasi (x_1): Merupakan keputusan yang berkaitan dengan penanaman dana baik dalam bentuk <i>riil assets</i> maupun <i>financial assets</i>	<i>Market to Book Asset Ratio</i> (MBAR)	$(Total\ Assets - Total\ Equity) + (Outstanding\ Share * Stock\ Price) / Book\ Value\ of\ Assets$	Kallapur & Trombley (1999); Adam & Goyal (2008)
Keputusan Pendanaan (x_2): Merupakan keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih perusahaan dalam membiayai kegiatan perusahaan	<i>Total Debt to Total Assets Ratio</i> (DTA)	$\frac{Total\ Debt}{Total\ Assets}$	Hanafi (2004:44); Kallapur & Trombley (1999); Smith & Watts (1992)
Kebijakan Dividen (x_3): Merupakan keputusan perusahaan menyangkut kebijakan yang berhubungan dengan penentuan persentase laba bersih perusahaan yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham.	<i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)	$\frac{Dividend\ per\ share}{Earning\ per\ share}$	Hanafi (2004:44); Kallapur & Trombley (1999); Smith & Watts (1992)

Faktor Risiko (y_1): Merupakan penyimpangan hasil yang diperoleh dari rencana hasil yang diharapkan karena keadaan waktu yang akan datang penuh ketidakpastian.	<i>Degree Operating Leverage (DOL)</i>	$\frac{\text{Perubahan EBIT}}{\text{Perubahan Sales}}$	Damodaran (2005); Bernadi (2007); Efni (2011).
Nilai Perusahaan (y_2) Merupakan ukuran keberhasilan perusahaan atas operasi dimasa lalu dan prospek dimasa yang akan datang.	Tobin's Q (y_{11})	$\text{Tobin's } Q_i = \left[\frac{(OS \times P) + (D + I) - CA}{TA} \right]$ OS= <i>Outstanding Share</i> P= <i>Stock Price</i> D= <i>Total Debt</i> I= <i>Total Inventory</i> CA= <i>Current Asset</i> TA= <i>Total Asset</i>	Chang & Wang (2007); Myers (1984); Pandya & Rao (1998)

3.4. Metode Analisis Data

3.4.1. Statistik Deskriptif

Dalam penelitian ini akan disajikan dalam statistik rata-rata yang dilengkapi dengan nilai tertinggi, terendah, rata-rata dan standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian. Tujuan penyajian data secara deskriptif agar diperoleh gambaran atau deskripsi empiris atas data sekunder yang telah dikumpulkan.

3.4.2. Statistik Inferensial

Analisis statistik inferensial digunakan dalam penelitian ini untuk menjawab hipotesis yang telah diajukan sebelumnya. Pengaruh langsung masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen, menguji variabel mediasi pada hipotesis penelitian menggunakan metode analisis jalur (*path analysis*). Analisis jalur dapat digunakan untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel yang telah dibuat ke dalam model sebelumnya. Alasan penggunaan analisis jalur dalam penelitian ini dikarenakan: (1). Hubungan antar variabel adalah linear, adaptif dan bersifat normal. (2). Hanya sistem aliran kausal kesatu arah artinya tidak ada arah kausalitas yang terbalik. (3). Variabel terikat (dependen) minimal dalam skala ukur interval dan ratio. (4). Model yang dianalisis diidentifikasi dengan benar berdasarkan teori-teori dan konsep yang relevan.

Pemeriksaan asumsi pada *path analysis* yaitu dengan melihat uji linearitas dan uji *Goodness of Fit Inner Model*. Uji linearitas diolah dengan software SPSS 19 dengan menggunakan pendekatan *curve fit*, dengan kaidah keputusan merujuk pada konsep *parsimony*, yaitu bilamana seluruh model yang digunakan sebagai dasar pengujian adalah signifikan atau nonsignifikan atau fungsi linear signifikan berarti model dikatakan linear. Spesifikasi model yang digunakan sebagai dasar pengujian

adalah model *linear*, *kuadratik*, *cubic*, *inverse*, *logarithmic*, *power*, *S*, *compound*, *growth* dan *exponential*. Kesimpulan dikatakan linear jika tingkat signifikansi lebih kecil dari 5% ($p < 0,05$).

Sedangkan uji *goodness of fit inner model* digunakan melihat model penelitian yang dibentuk apakah layak atau tidak untuk dasar pengujian hipotesis. *Goodness of Fit Inner Model* berupa nilai *Q-Square predictive relevance* (Q^2) yang dihitung berdasarkan nilai R^2 masing-masing variabel dependen. Perhitungan Q^2 dilakukan dengan rumus:

$$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2) (1 - R_2^2) \dots (1 - R_p^2)$$

Keterangan: R_1^2 , R_2^2 R_p^2 adalah *R-Square* variabel endogen dalam model persamaan. Besaran Q^2 memiliki nilai rentang $0 < Q^2 < 1$, dimana semakin mendekati 1 berarti model semakin baik.

Pemeriksaan terhadap variabel mediasi risiko bisnis dalam penelitian ini menggunakan *Sobel Test and Bootstrapping*. Pendekatan alternatif untuk menguji hubungan mediasi dari suatu model, sehingga diketahui apakah hubungan tersebut merupakan hubungan mediasi atau bukan hubungan mediasi, *complete mediation* atau *partial mediation* (Solimun, 2010). Nilai statistik Sobel dengan *p-value* kurang dari *alpha* (5%) menunjukkan bahwa efek mediasi berlaku pada model yang diuji.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Penelitian ini meliputi tiga variabel independen, satu variabel mediasi dan satu variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah keputusan investasi (MBAR), keputusan pendanaan (DTA) dan keputusan dividen (DPR). Sedangkan variabel mediasi adalah risiko bisnis (DOL), variabel nilai perusahaan (TOBIN'S Q) adalah dependen. Unit analisis penelitian ini adalah 54 *sample size* yang merupakan data panel dari 18 perusahaan dengan periode pengamatan tiga tahun yaitu 2009-2011. Adapun hasil statistik deskriptif terhadap variabel penelitian tampak pada Tabel 4.1:

Tabel 4.1.
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

<i>Variabel</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
KI	0,150	4,450	1,060	0,799
KP	0,100	0,910	0,408	0,214
KD	0,080	84,170	21,596	21,214
RB	0,002	0,740	0,228	0,151
NP	-0,590	3,950	0,701	0,849
Keterangan	KI= Keputusan Investasi; KP= Keputusan Pendanaan KD=Keputusan Dividen; RB=Risiko Bisnis NP=Nilai Perusahaan			

Sumber: Diolah dari Data Sekunder

Tabel 4.1 diatas tampak bahwa keputusan investasi yang diukur dengan MBAR memiliki nilai maksimum 4,450 dan nilai minimum 0,150 dengan rata-rata 1,060 dan standar deviasi 0,799. Variasi keputusan investasi masing-masing perusahaan relatif beragam dan ini menunjukkan bahwa nilai investasi perusahaan relatif beragam. Nilai investasi ditunjukkan MBAR mengindikasikan bahwa nilai pasar saham perusahaan terhadap total aktiva merupakan sinyal prospek perusahaan yang baik. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dari rata-rata mencerminkan bahwa data variabel keputusan investasi terdistribusi normal.

Selanjutnya keputusan pendanaan yang diukur dengan rasio leverage menggambarkan kemampuan perusahaan membiayai kegiatan usaha dengan menggunakan sumber dana eksternal. Nilai maksimum keputusan pendanaan sebesar

91% dan nilai minimum 10%, hal ini menggambarkan bahwa perusahaan dalam sampel penelitian ini variasi yang cukup jauh. Terdapat perusahaan yang hampir 100% dibiayai dengan sumber dana eksternal tetapi ada juga perusahaan yang hanya 10% menggunakan sumber dana eksternal. Secara rata-rata rasio hutang sebesar 40,8% untuk semua sampel penelitian. Hal ini dapat dimaknai bahwa sampel perusahaan-perusahaan penelitian memiliki rasio hutang kurang dari 50% sehingga pembiayaan dominan adalah sumber dana internal. Standar deviasi yang lebih kecil dari nilai rata-rata mencerminkan data berdistribusi normal.

Risiko bisnis dalam penelitian ini diukur dengan DOL yang menggambarkan risiko yang timbul akibat operasi perusahaan. Nilai minimum sebesar 0,2% dan maksimum 74% menjelaskan bahwa terdapat perusahaan dalam sampel penelitian ini memiliki risiko bisnis relatif kecil. DOL yang tinggi mencerminkan bahwa risiko bisnis terkait dengan kegiatan operasi juga tinggi. Nilai maksimum 74% mengindikasikan bahwa tingginya risiko bisnis yang dapat mengganggu proses produksi perusahaan. Pengukuran DOL dengan membandingkan perubahan EBIT terhadap perubahan penjualan merefleksikan keberhasilan perusahaan dalam meminimalkan risiko bisnis. Nilai rata-rata diperoleh 22,8% dengan standar deviasi 15,1% mencerminkan bahwa data variabel risiko bisnis berdistribusi normal karena nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-rata.

Nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan besarnya nilai Tobin's Q. Nilai Tobin's Q lebih besar dari satu diartikan bahwa harga saham perusahaan melebihi nilai buku dan mengindikasikan bahwa prospek perusahaan cukup baik. Secara rata-rata nilai perusahaan di BEI dalam penelitian ini sebesar 70,1% mencerminkan bahwa perusahaan *go public* belum optimal sehingga dapat dinyatakan bahwa nilai Tobin's Q perusahaan dalam sampel penelitian memiliki harga saham dibawah nilai pasar atau masih berdasarkan nilai buku. Nilai minimum sebesar -59% mencerminkan bahwa terdapat sampel penelitian yang memiliki prospek perusahaan yang kurang baik. Hal ini perlu menjadi perhatian khusus karena harga saham perusahaan tersebut relatif kurang diminati pasar. Sedangkan nilai maksimum sebesar 3,95 mencerminkan bahwa terdapat nilai Tobin's Q lebih besar dari satu merupakan sinyal yang baik bagi pasar, karena memiliki prospek yang baik. Nilai standar deviasi relatif lebih besar nilai rata-rata mencerminkan terjadi dispersi data yang relatif besar, tetapi besaran perbedaan nilai rata-rata terhadap standar

deviasi masih relatif kecil sekitar 10%. Secara statistik tidak menjadi masalah karena tidak terjadi heterokedastisitas (data berdistribusi normal). *Central limit theorem* menyatakan bahwa jika jumlah pengamatan besar (di atas 30), maka data dianggap berdistribusi normal walaupun standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata (*mean*).

4.2. Analisis Statistik Inferensial

4.2.1. Uji Linieritas

Adapun hasil pengujian kecocokan model dilakukan untuk mengetahui apakah model yang diperoleh telah tepat dalam menggambarkan hubungan antar variabel yang sedang diteliti sehingga dapat dikategorikan kedalam model yang baik. Pendekatan yang digunakan adalah *Curve Fit*, dengan kaidah keputusan merujuk pada konsep *parsimony*, yaitu bilamana seluruh model yang digunakan sebagai dasar pengujian adalah signifikan atau nonsignifikan atau fungsi linier signifikan berarti model dikatakan linier. Spesifikasi model yang digunakan sebagai dasar pengujian adalah model linier, kuadratik, kubik, inverse, *logarithmic*, *power*, *S*, *compound*, *growth* dan eksponensial. Hasil pemeriksaan asumsi linieritas untuk setiap hubungan antar variabel disajikan dalam Tabel 4.2 berikut:

Tabel 4.2.
Hasil Pengujian Asumsi Linieritas

<i>Variabel Independen</i>	<i>Variabel Dependen</i>	<i>Hasil Pengujian ($\alpha=0.05$)</i>	<i>Sig</i>	<i>Keputusan</i>
KI	RB	Semua Model Tidak Signifikan	0,688	Linier
KP	RB	Semua Model Tidak Signifikan	0,318	Linier
KD	RB	Semua Model Tidak Signifikan	0,677	Linier
KI	NP	Semua Model Signifikan	0,000	Linier
KP	NP	Semua Model Tidak Signifikan	0,791	Linier
KD	NP	Semua Model Tidak Signifikan	0,822	Linier
RB	NP	Semua Model Tidak Signifikan	0,133	Linier

Sumber: Diolah dari data sekunder

Tabel 4.3 diatas tampak bahwa semua bentuk hubungan antar variabel dalam model struktural adalah linier. Berdasarkan prinsip *parsimony* untuk hubungan variabel *sales* terhadap struktur modal semua bentuk model tidak signifikan, maka keputusan terhadap model ini adalah tetap linier. Dengan demikian asumsi linieritas pada model struktural ini telah terpenuhi. Asumsi model rekursif sudah terpenuhi, hal ini dapat diperhatikan pada Gambar 2.1 hipotesis penelitian sehingga asumsi model

dispesifikasikan dengan benar sudah terpenuhi. Berdasarkan data input data analisis jalur adalah berupa skor faktor hasil analisis faktor konfirmatori, dimana skor faktor berdistribusi normal.

4.2.2. Uji *Goodness of Fit Model*

Hasil pemeriksaan *goodness of fit* model terpenuhi jika didukung oleh data empirik. *Goodness of fit model* struktural pada analisis berupa nilai koefisien determinasi total (R^2_m). Nilai ini dihitung berdasarkan nilai R^2 masing-masing variabel dependen, yaitu diperoleh R^2 untuk variabel risiko bisnis (Y_1) sebesar 0,103 dan untuk variabel nilai perusahaan (Y_2) sebesar 0,939. Berdasarkan R^2 masing-masing variabel dependen maka dapat dihitung nilai *predictive-relevance* (Q^2):

$$\begin{aligned} Q^2 &= 1 - (1 - R_1^2) (1 - R_2^2) \\ &= 1 - (1 - 0,103) (1 - 0,939) \\ &= 0,945 \end{aligned}$$

Nilai Q^2 diperoleh sebesar 0,945 dapat diartikan bahwa model yang digunakan untuk memprediksi variabel endogen layak digunakan sebagai dasar pengujian hipotesisi. Koefisien determinasi total sebesar 94,5% merupakan nilai yang tinggi dan akurat untuk memprediksi nilai perusahaan, sedangkan sisanya 5,5% tidak masuk dalam model penelitian ini.

4.3. Hasil Pengujian Hipotesis

Penelitian ini memiliki hipotesis yaitu pengujian langsung yaitu pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan, pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan, pengaruh keputusan dividen terhadap nilai perusahaan dan pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan. Pengujian tidak langsung adalah melibatkan variabel mediasi yaitu pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis, pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis dan pengaruh keputusan dividen terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis. Adapun hasil pengujian langsung hipotesis pengujian langsung tersaji pada Tabel 4.3:

Tabel 4.3.
Hasil Pengujian Langsung Hipotesis Penelitian

Variabel Independen	Variabel Dependen	Koefisien Jalur	<i>p-value</i>	Keterangan
---------------------	-------------------	-----------------	----------------	------------

KI	NP	1,012	0,000	Signifikan
KP	NP	0,268	0,097	Tidak Signifikan
KD	NP	0,003	0,099	Tidak Signifikan
RB	NP	0,967	0,000	Signifikan

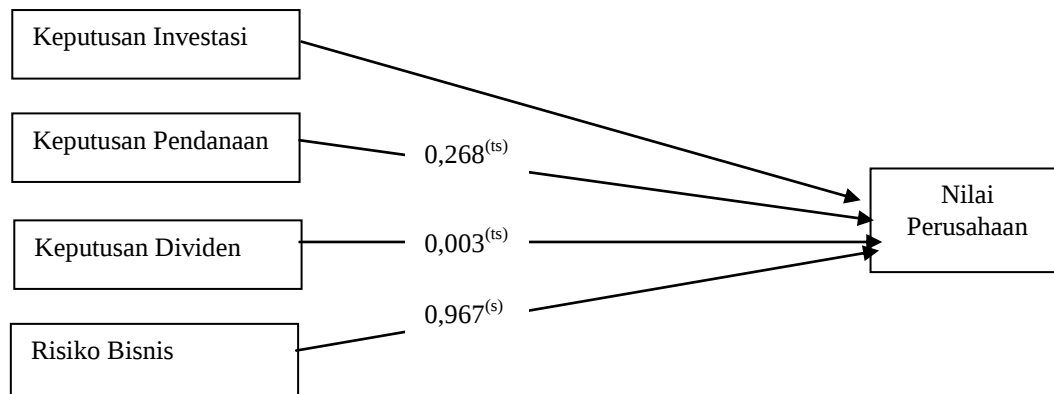
Sumber: Diolah dari data sekunder. Signifikan pada $\alpha=5\%$

Berdasarkan Tabel 4.3 diperoleh bahwa koefisien jalur pengaruh langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan sebesar 1,012 pada *p value* 0,000. Hasil ini menunjukkan bahwa terdapat cukup bukti secara empiris untuk menerima hipotesis (H1a) bahwa keputusan investasi secara langsung dapat meningkatkan nilai perusahaan. Koefisien jalur bertanda positif menunjukkan bahwa semakin tinggi keputusan investasi memberikan kontribusi perubahan yang semakin tinggi dari nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis diperoleh bahwa koefisien jalur keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan sebesar 0,268 dengan *p value* 0,097. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat cukup bukti secara empiris untuk menerima hipotesis (H2a) artinya keputusan pendanaan secara langsung tidak dapat kontribusi nyata terhadap nilai perusahaan. Koefisien jalur bertanda positif dapat diartikan bahwa hubungan keputusan pendanaan dan nilai perusahaan bersifat searah.

Hasil analisis pengaruh langsung keputusan dividen terhadap nilai perusahaan sebesar 0,003 dengan *p value* 0,099. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat cukup bukti secara empiris untuk menerima hipotesis (H3a) bahwa pengaruh keputusan dividen secara langsung terhadap nilai perusahaan. Koefisien jalur bertanda positif menunjukkan sifat hubungan antara variabel keputusan dividen dan nilai perusahaan adalah searah. Artinya semakin tinggi perusahaan membayar dividen maka nilai perusahaan semakin tinggi.

Selanjutnya pengaruh langsung risiko bisnis terhadap nilai perusahaan diperoleh koefisien jalur sebesar 0,967 dengan *p value* 0,000. Hasil ini menunjukkan bahwa terdapat cukup bukti secara empiris untuk menerima hipotesis (H4). Hasil ini dapat dimaknai bahwa semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi perusahaan maka semakin tinggi nilai perusahaan. Koefisien jalur bertanda positif berarti bahwa hubungan antara risiko bisnis dan nilai perusahaan bersifat searah. Diagram jalur hasil pengujian hipotesis langsung terlihat pada Gambar 4.1 berikut:

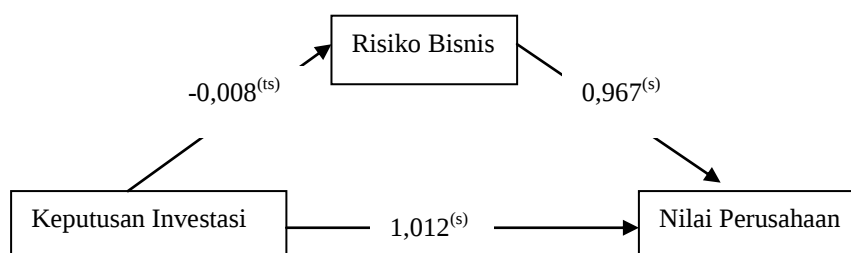


Keterangan: s= signifikan; ts= tidak signifikan

Gambar 4.1. Diagram Jalur Hasil Pengujian Langsung

Pengujian pengaruh tidak langsung bertujuan untuk mendeteksi kedudukan variabel mediasi dalam suatu model. Pemeriksaan sifat variabel mediasi dapat dilakukan dengan cara mengalikan nilai koefisien jalur pengaruh variabel independen dengan variabel antara dan nilai koefisien pengaruh variabel antara dengan variabel dependen. Sedangkan pengaruh total dihitung dengan cara menjumlahkan nilai koefisien pengaruh langsung dengan hasil kali nilai koefisien pengaruh tidak langsung. Cara lainnya adalah dengan analisis *Test Sobel Statistic* (Solimun, 2011: 23) dengan membandingkan nilai statistik Sobel dengan *p value* kurang dari 5% menunjukkan bahwa efek mediasi berlaku pada model yang diuji.

Pengujian hipotesis tidak langsung yaitu pengujian dengan melibatkan variabel mediasi. Penelitian ini memiliki tiga hipotesis pengujian tidak langsung yaitu pengujian tidak langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis, pengujian tidak langsung keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis dan pengujian tidak langsung keputusan dividen terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis. Diagram jalur hasil pengujian tidak langsung tampak seperti Gambar 4.2 untuk pengaruh tidak langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis:



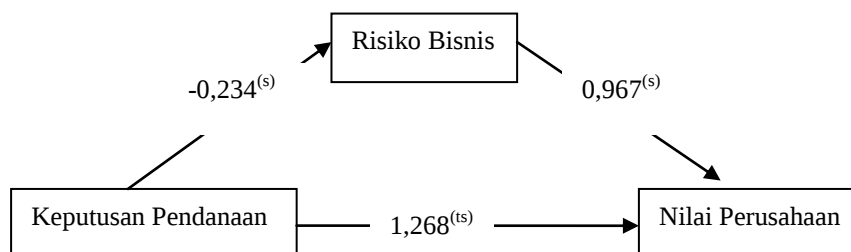
Keterangan: s= signifikan; ts= tidak signifikan

Gambar 4.2. Diagram Jalur Hasil Pengujian Tidak Langsung KI ke NP

Pengaruh tidak langsung dari keputusan investasi terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis secara empiris tidak cukup bukti untuk diterima (H1b). Berdasarkan diagram jalur di atas tampak bahwa pengaruh langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan signifikan (koefisien jalur 1,102 dan positif). Pengaruh langsung keputusan investasi terhadap risiko bisnis (koefisien jalur -0,008 dan negatif) serta pengaruh langsung risiko bisnis terhadap nilai perusahaan (koefisien jalur 0,967 dan positif).

Pengujian tidak langsung yang diperoleh dari hasil perkalian keputusan investasi terhadap risiko bisnis yaitu -0,0077 dan tidak signifikan, pengaruh total efek mediasi diperoleh -1,0043 dan tidak signifikan. Sedangkan hasil statistik Sobel diperoleh 0,695 > 5% sehingga kedudukan risiko bisnis dalam model ini bukan sebagai variabel mediasi.

Selanjutnya pengaruh tidak langsung keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis dapat dilihat pada Gambar 4.3:



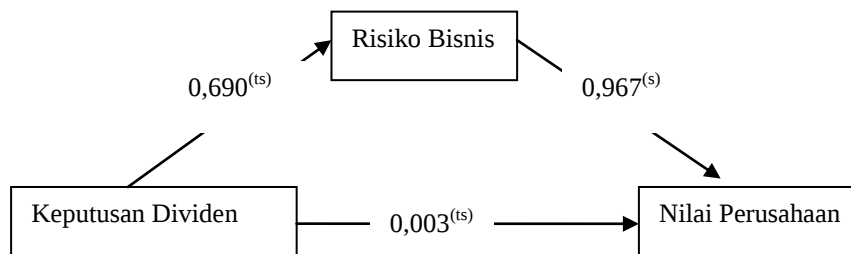
Keterangan: s= signifikan; ts= tidak signifikan

Gambar 4.3. Diagram Jalur Hasil Pengujian Tidak Langsung KP ke NP

Pengaruh langsung keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan dengan koefisien jalur 1,268. Pengaruh langsung keputusan pendanaan terhadap risiko bisnis adalah signifikan dengan koefisien jalur -0,234 serta pengaruh langsung risiko bisnis terhadap nilai perusahaan adalah signifikan dengan koefisien jalur 0,967. Besarnya pengaruh tidak langsung pada model ini adalah -0,226 dan signifikan. Pengaruh langsung keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan tidak signifikan maka kedudukan variabel risiko bisnis adalah mediasi yang bersifat *full mediation*.

Berdasarkan hipotesis yang diajukan bahwa risiko bisnis berperan sebagai mediasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan secara empiris cukup bukti diterima (H2b). Tanda negatif pengaruh tidak langsung keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis dapat diartikan bahwa semakin tinggi keputusan pendanaan maka nilai perusahaan menjadi turun ketika perusahaan tidak memperhatikan risiko bisnis. Sedangkan hasil statistik Sobel diperoleh $0,000 < 5\%$ sehingga kedudukan risiko bisnis dalam model ini adalah mediasi sempurna (*full mediation*).

Pengaruh tidak langsung keputusan dividen terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis dapat dilihat pada diagram hasil berikut ini:



Keterangan: s= signifikan; ts= tidak signifikan

Gambar 4.4. Diagram Jalur Hasil Pengujian Tidak Langsung KD ke NP

Pada Gambar 4.4 diatas tampak bahwa pengaruh langsung keputusan dividen terhadap nilai perusahaan tidak signifikan. Pengaruh langsung keputusan dividen terhadap risiko bisnis adalah tidak signifikan dan pengaruh langsung risiko bisnis terhadap nilai perusahaan signifikan. Besarnya pengaruh tidak langsung sebesar 0,667 dan tidak signifikan maka dapat dinyatakan bahwa risiko bisnis bukan sebagai variabel mediasi pengaruh keputusan dividen terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil analisis ini maka hipotesis yang menyatakan risiko bisnis sebagai mediasi pengaruh keputusan dividen terhadap nilai perusahaan secara empiris tidak cukup bukti diterima (H3b). Sedangkan hasil statistik Sobel diperoleh $0,733 > 5\%$ sehingga kedudukan risiko bisnis dalam model ini bukan variabel mediasi.

4.4. Pembahasan Hipotesis Penelitian

4.4.1. Keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil analisis pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang signifikan sebagaimana ditunjukkan dalam Tabel 4.3 dan Gambar 4.1. Dengan demikian, cukup bukti secara empiris bahwa keputusan investasi secara langsung berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa keputusan investasi yang diukur dengan MBAR membandingkan nilai pasar aktiva mampu menjelaskan variasi perubahan nilai perusahaan di BEI. Variabel keputusan investasi terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's Q ditemukan hasil yang signifikan dengan arah positif. Hal ini dimaknai bahwa semakin tinggi keputusan investasi berpengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Berdasarkan analisis dekriptif menunjukkan bahwa rata-rata keputusan investasi selama periode pengamatan mencapai 1,06% dengan pertumbuhan setiap tahun mengalami peningkatan. Sementara itu nilai perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's Q secara rata-rata sebesar 0,7. Hal ini dapat dimaknai bahwa perusahaan sampel penelitian memiliki prospek yang bagus untuk pengembangan usahanya.

Apabila dikaji melalui teori sinyal (*signaling theory*) maka hasil temuan pada penelitian ini mendukung adanya teori tersebut karena keputusan investasi yang dicerminkan oleh MBAR tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan jenis investasi tersebut akan memberikan sinyal tentang prospek pertumbuhan perusahaan dalam hal ini pertumbuhan total aktiva dan prospek kapitalisasi nilai pasar saham yang tercermin dalam pertumbuhan aktiva yang diharapkan untuk masa yang datang. Fakta ini didasarkan pada asumsi bahwa maksimum nilai perusahaan akan diperoleh melalui pemilihan investasi yang memberikan *net present value* yang positif. Artinya pengeluaran investasi yang dilakukan telah dipertimbangkan dan dianalisis dengan metode yang ada, maka dipilih investasi dengan NPV positif (Chan *et al.*, 1990) dan Fama & French (1998) bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dan pertumbuhan kapitalisasi saham dimasa yang akan datang sehingga terjadi peningkatan pada nilai perusahaan secara keseluruhan. Hasil penelitian ini telah membuktikan penelitian Fama dan French (1997) bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi.

4.4.2. Risiko bisnis sebagai mediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan

Hasil analisis pengaruh tidak langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis diperoleh nilai dengan koefisien negatif sebagaimana ditunjukkan pada Gambar 4.2. Dengan demikian, hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa risiko bisnis menjadi mediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan tidak mendapat dukungan empirik. Hasil ini menunjukkan bahwa risiko bisnis yang tercermin pada DOL bukan sebagai variabel mediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan Gambar 4.2 pengaruh langsung memiliki koefisien jalur 1,02 dan signifikan. Pengaruh langsung keputusan investasi terhadap risiko bisnis memiliki koefisien arah -0,008 dan tidak signifikan. Sedangkan risiko bisnis memiliki koefisien 0,967 dan signifikan. Hasil kali pengaruh tidak langsung negatif dan tidak signifikan menunjukkan bahwa risiko bisnis yang dihadapi bukan merupakan variabel mediasi sehingga tidak cukup bukti empiris bahwa peningkatan nilai perusahaan melalui risiko bisnis.

Temuan penelitian yang tidak signifikan mencerminkan bahwa dalam hubungan keputusan investasi secara langsung dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan dengan memasukkan mediasi risiko bisnis menjadi tidak bermakna sehingga dapat dinyatakan bahwa dalam model penelitian yang terbentuk risiko bisnis bukan mediasi. Temuan penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Efni (2011) bahwa risiko tidak menjadi pemediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan dengan objek perusahaan *real estate and property* di BEI.

4.4.3. Keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

Hasil analisis jalur untuk mengukur pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan diperoleh hasil yang tidak signifikan. Hal ini dimaknai bahwa semakin besar jumlah hutang dalam *leverage ratio* tidak memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan yang tercermin pada Tobin's Q.

Berdasarkan analisis deskriptif secara rata-rata jumlah hutang dalam sampel penelitian sebesar 41% mencerminkan bahwa perusahaan dalam sampel penelitian

memiliki jumlah hutang relatif kecil dalam pembiayaan kegiatan operasional perusahaan. Sedangkan nilai Tobin's Q sebagai refleksi dari variabel nilai perusahaan secara rata-rata sebesar 0,7 juga mencerminkan nilai Tobin's Q kurang dari satu. Berdasarkan hubungan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan maka dapat dijelaskan bahwa sampel penelitian ini dalam kegiatan operasinya perusahaan banyak menggunakan sumber dana internal yaitu dari laba perusahaan dan laba yang ditahan.

Pembiayaan dengan menggunakan sumber dana internal untuk sampel penelitian ini maka secara teori mendukung *pecking-order theory* yang menyatakan bahwa saat perusahaan memerlukan dana untuk kegiatan operasional maka perusahaan terlebih dahulu menggunakan sumber dana internal jika belum terpenuhi maka barulah perusahaan menggunakan sumber dana eksternal.

Hasil temuan penelitian ini mendukung Modigliani & Miller (1963); Sujoko (2007); Umrie *et al* (2010); Yuliani (2011) bahwa keputusan pendanaan tidak relevan dalam peningkatan nilai perusahaan. Hasil temuan penelitian ini tidak mendukung peneliti seperti Bernadi (2007) dan Hasnawati (2005a; 2005b) yang menyimpulkan bahwa keputusan investasi dapat meningkatkan nilai perusahaan. Perbedaan temuan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya dikarenakan pengukuran variabel keputusan investasi yang berbeda. Misalnya penelitian Hasnawati (2005a; 2005b) menggunakan variabel laten dengan objek pengamatan pada perusahaan sektor manufaktur sedangkan penelitian ini menggunakan proksi *leverage ratio* dengan objek seluruh perusahaan *go public* di BEI.

4.4.4. Risiko bisnis sebagai mediasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan

Hasil pengujian pengaruh tidak langsung keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis ditemukan signifikan dan negatif. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel mediasi risiko bisnis adalah mediasi antara pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Peran mediasi risiko bisnis dalam model ini bersifat *full mediation* artinya saat pengaruh langsung tidak signifikan maka setelah memasukkan variabel mediasi menjadi signifikan.

Pengaruh total dari variabel nilai perusahaan memiliki arah koefisien negatif mencerminkan bahwa semakin tinggi risiko bisnis yang tercermin dalam DOL maka semakin rendah nilai perusahaan. Keputusan pendanaan terkait dengan sumber dana eksternal menjadi perusahaan menghadapi risiko bisnis atas penggunaan sejumlah dana yang berasal dari luar perusahaan. Semakin banyak perusahaan didanai hutang berdasarkan *trade-off theory* maka semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi terkait dengan semakin besar beban bunga yang harus dibayarkan dan kemungkinan tidak terbayar semakin besar.

4.4.5. Pengaruh keputusan dividen terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil analisis bahwa keputusan dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 4.3 dan Gambar 4.1. Dengan demikian, hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa keputusan dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan secara empiris tidak cukup bukti untuk diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa keputusan dividen yang tercermin pada DPR tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada Tobin's Q.

Merujuk pada statistik deskriptif bahwa keputusan dividen yang tercermin pada DPR setiap tahun mengalami variasi dan secara rata-rata sebesar 21,6% menunjukkan bahwa semua sampel penelitian membayar dividen kepada para pemegang saham secara rutin. Kecenderungan terjadi peningkatan DPR jika terjadi peningkatan *net income* maka perusahaan akan membayarkan DPR dalam jumlah tinggi. Bentuk dividen yang bisa dibayarkan pada *shareholders* adalah *cash dividend* dan *stock dividend* memberikan dampak berbeda terhadap kinerja keuangan suatu perusahaan.

Temuan penelitian ini mendukung penelitian Modigliani & Miller (1963) dan Efni (2011) yang menyimpulkan bahwa keputusan dividen tidak relevan dalam peningkatan nilai perusahaan. Hasil temuan ini tidak mendukung Sujoko (2007) dan Hasnawati (2005) yang menyatakan bahwa objek penelitian pasar modal Indonesia keputusan dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan. Perbedaan hasil penelitian ini dengan penelitian sebelumnya dikarenakan objek penelitian yang berbeda antara sektor dengan seluruh perusahaan *go public*, walaupun secara sektor keputusan

dividen menjadi bermakna dalam peningkatan nilai perusahaan tetapi sektor lainnya keputusan dividen menjadi tidak bermakna.

4.4.6. Risiko bisnis sebagai mediasi pengaruh keputusan dividen terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan analisis jalur peran mediasi terhadap keputusan dividen dan nilai perusahaan ditemukan tidak signifikan terlihat pada Gambar 4.4. Dengan demikian, hipotesis yang menyatakan bahwa keputusan dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui risiko bisnis secara empiris tidak cukup bukti untuk diterima. Pengaruh langsung keputusan dividen terhadap nilai perusahaan ditemukan tidak signifikan, begitu pula pengaruh tidak langsung dari variabel mediasi juga menjadi tidak signifikan.

Temuan penelitian ini membuktikan hasil temuan Efni (2011) yang menyatakan bahwa baik secara langsung maupun tidak langsung pengaruh keputusan dividen tidak meningkatkan nilai perusahaan objek pengamatan di sektor *real estate and property* dimaknai bahwa investor sektor ini dalam menginvestasikan dananya tidak mempertimbangkan dividen, karena itu risiko bisnis yang akan dihadapi tidak terjadi.

Keputusan dividen menjadi tidak relevan dalam peningkatan nilai perusahaan dengan memperhatikan risiko bisnis sebenarnya telah dijelaskan dalam *irrelevant theory* oleh Miller & Modigliani (1961) mengajukan bahwa argumen kebijakan dividen tidak relevan. Teori ini berdasarkan pada argumen bahwa kebijakan dividen relevan dengan nilai perusahaan dengan asumsi pasar tidak sempurna (*imperfect markets*). Berdasarkan argumen ini maka perusahaan perlu membayar dividen baik tinggi maupun rendah. Beberapa teori yang mendasari adalah *bird hand theory*, teori preferensi pajak, *signaling theory*, *cliente effect* dan *residual theory of dividend*.

4.4.7. Pengaruh risiko bisnis terhadap nilai perusahaan

Hasil temuan menunjukkan bahwa risiko bisnis secara langsung berpengaruh terhadap nilai perusahaan sebagaimana terlihat pada Tabel 4.3 dan Gambar 4.1. Dengan demikian, semakin tinggi risiko bisnis yang tercermin pada DOL maka

semakin tinggi nilai perusahaan yang tercermin pada Tobin's Q secara empiris dapat diterima.

Merujuk pada statistik deskriptif bahwa variabel risiko bisnis secara rata-rata sebesar 23% sedangkan nilai perusahaan yang tercermin pada nilai Tobin's Q sebesar 0,7 menggambarkan hubungan yang positif antara risiko bisnis dan nilai perusahaan. Risiko bisnis yang tinggi mampu untuk dihadapi oleh perusahaan dalam sampel penelitian dapat meningkatkan nilai perusahaan. Teori *risk and return* menyatakan dalam investasi di *financial assets* investor akan menghadapi faktor risiko yang besar dan kompensasinya akan memperoleh *return* yang tinggi. Sehingga diperlukan pengamatan mendalam sebelum investor menginvestasikan dalam *financial assets* terutama untuk pembelian saham yang setiap saat mengalami perubahan disebabkan faktor-faktor baik fundamental perusahaan dan faktor makro yang tidak bisa diantisipasi sebelumnya.

4.5. Kontribusi Penelitian

4.5.1. Kontribusi Teoritis

Berdasarkan hasil temuan penelitian ini maka kontribusi penelitian bagi pengembangan teori, terutama teori manajemen keuangan adalah sebagai berikut:

1. Keputusan keuangan meliputi keputusan investasi, pendanaan dan dividen menjadi keputusan penting yang harus dilakukan oleh manajer keuangan. Dalam konteks teori penelitian ini membuktikan bahwa dari ketiga keputusan keuangan terbukti keputusan investasi dapat meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi telah diuraikan Fama & French (1997).
2. Faktor risiko sebagai kondisi yang harus dihadapi perusahaan diartikan bahwa semakin tinggi faktor risiko yang dihadapi semakin tinggi peningkatan nilai perusahaan. Temuan ini membuktikan *risk and return theory* yang menyatakan bahwa tingkat risiko yang besar akan memperoleh *return* yang tinggi terutama untuk investasi pada *financial assets* seperti penanaman dana pada pembelian sejumlah saham perusahaan *go public*.

4.5.2. Kontribusi Praktis

1. Sebagai masukan bagi regulator dalam perusahaan seperti manajer, dewan direktur, dewan komisaris dalam membuat keputusan keuangan yang meliputi keputusan investasi, pendanaan dan dividen dalam perusahaan. Ketiga keputusan keuangan tersebut saling berkorelasi sehingga tidak bisa dipandang secara parsial.
2. Bagi investor dan calon investor temuan penelitian ini dapat menjadi salah satu bahan pertimbangan dalam memperoleh informasi mengenai nilai perusahaan di BEI sebagai salah satu pedoman untuk memutuskan investasi dalam bentuk *financial assets*.

4.6. Keterbatasan Penelitian

1. Penelitian ini dalam menggunakan data-data dari laporan keuangan tidak mendeflasi dan seolah-olah tidak terjadi inflasi selama tahun pengamatan. Sehingga interpretasi yang dilakukan hanya berdasarkan harga yang berlaku dan tercantum dalam laporan keuangan.
2. Penelitian ini belum sepenuhnya memperhitungkan sisi kualitatif seperti manajemen perusahaan dan bagaimanapun cara perusahaan memberikan pelayanan kepada konsumen belum dilakukan. Hal ini karena keterbatasan informasi tentang data-data kualitatif yang dapat diperoleh. Jadi, penilaian ini hanyalah semacam potret keuangan sesaat dan tentunya mengandung keterbatasan. Termasuk format laporan keuangan yang belum seragam ada perusahaan yang mencantumkan biaya dan pendapatan secara lengkap, tapi ada juga yang tidak lengkap sehingga mengalami kesulitan dalam mengidentifikasi data-data keuangan.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

5.1. Simpulan

Penelitian ini difokuskan pada pengaruh keputusan keuangan yang meliputi keputusan investasi, pendanaan dan dividen di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan maka dapat disimpulkan bahwa:

1. Keputusan investasi dapat memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan, keputusan pendanaan dan keputusan dividen tidak memberikan kontribusi pada peningkatan nilai perusahaan.
2. Peran risiko bisnis sebagai mediasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan yang bersifat *full mediation*. Sedangkan risiko bisnis tidak berperan sebagai mediasi pengaruh keputusan investasi dan keputusan dividen terhadap nilai perusahaan.
3. Risiko bisnis dapat memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan.

5.2. Saran-saran

Berdasarkan temuan keputusan keuangan dengan risiko bisnis sebagai mediasi dalam peningkatan nilai perusahaan, maka beberapa rekomendasi dapat dikemukakan:

1. Penting bagi perusahaan untuk memandang keputusan keuangan sebagai satu rangkaian yang tidak difokuskan secara parsial. Oleh karena itu, dalam peningkatan kemakmuran pemegang saham perusahaan harus mampu membuat keputusan keuangan yang optimal sehingga tujuan umum perusahaan dapat tercapai.
2. Nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q dalam penelitian ini masih kurang dari satu persen menjadi perhatian penting karena perusahaan *go public* secara rata-rata adalah perusahaan mapan. Penting untuk selanjutnya memiliki nilai Tobin's Q lebih besar dari satu.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Tim & Goyal, Vidhan K. 2008. The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables. *The Journal of Financial Research*. 1 (XXX1): 41-63.
- Akhtaruddin, M & Hossain, M. 2008. Investment Opportunity Set, Ownership Control and Voluntary Disclosures in Malaysia. *JOAAG*. 3(2): 25-39.
- Bacidore, Jeffrey M; Boquist, John A; Milbourn, Todd T & Thakor, Anjan V. 1997. The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal*. 53(3): 11-20.
- 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. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Brealey, Richard A & Myers, Stewart C. 1988. *Principles of Corporate Finance*. International Edition. McGraw-Hill Book Co. Singapore.
- Chandra, Teddy. 2005. *Pengaruh Environment Risk, Corporate Strategy dan Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Go Publik di Bursa Efek Jakarta*. Disertasi. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Chang, Shao-Chi and Wang, Chi-Feng. 2007. The Effect of Product Diversification Strategies on The Relationship Between International Diversification and Firm Performance. *Journal of World Business*. 42: 61-79.
- Damodaran, Aswath. 1997. *Corporate Finance Theory and Practice*, Jhon & Wiley and Sons. Inc. New York, Chichester, Toronato, Singapore Weinhein.
- _____. 2006. *Applied Corporate Finance*, Jhon & Wiley and Sons. Inc. New York, Chichester, Toronato, Singapore Weinhein.
- Efni, Yulia, 2011, *Pengaruh Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Risiko (Studi Pada Sektor Properti Dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia)*, Ringkasan Disertasi. Universitas Brawijaya Malang.
- Gitman, Lawrence, J. 2003. *Principles of Managerial Finance. Tenth Edition. International Edition*. Pearson Education, Inc: United States.

- Jacob, Nancy & Pettit, R. Richard. 1989. *Investment: Management Decisions and Value*. Toppan Co Ltd, and Richard D Irwin, Printed in Singapore.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. 76(2): 323-329.
- Jensen, Michael C & Meckling, William H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3 (4): 305-360.
- Kallapur, S & Trombley, Mark A. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance & Accounting*. 26 (3 & 4): 505-519.
- Fama, Eugene F & French, Kenneth R. 1998. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*. Vol. 53 (3): 819-843.
- Fama, Eugene F. 1978. The Effect of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders. *American Economic Review*. 68: 272-280.
- _____. 1997. Industry Costs of Equity. *Journal of Financial Economics*. 43: 153-193.
- Gaver, Jennifer J & Gaver, Kenneth M. 1995. Compensation Policy and The Investment Opportunity Set. *Financial Management*. 24 (1): 19-32.
- Hanafi, Mamduh M & Halim, Abdul. 2009. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Keempat. UPP STIM YKPN: Yogyakarta.
- Hanafi, Mamduh M. 2005. *Manajemen Keuangan*. Edisi 2004/2005. BPFE: Yogyakarta.
- Hasnawati, Sri. 2005a. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan Indonesia*. No.09 TH XXXIV. 33-41.
- _____. 2005b. Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal AAI*. 9(2): 117-126.
- Hidayat, Riskin. 2010. Keputusan Investasi dan *Financial Constraints*: Studi Empiris pada Bursa Efek Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. 457-479.
- Hossain, Mahmud. Ahmed, Kamran. Godfrey, Jayne M. 2005. Investment Opportunity Set and Voluntary Disclosure of Prospective Information: A

- Simultaneous Equation Approach. *Journal of Business Finance & Accounting*. 32 (5) & (6): 871-907.
- Kallapur, S & Trombley, Mark A. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance & Accounting*. 26 (3 & 4): 505-519.
- Lintner, J. 1962. Distribution of Incomes of Corporation Among Dividends, Retained Earning and Taxes. *American Economic Review*. 46: 97-113.
- MacKay, Peter. 2005. Real Flexibility and Financial Structure: An Empirical Analysis. *The Review of Financial Studies*. 16 (4): 1131-1165
- Miller, M.H & Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares. *Journal of Business*. 34: 411-413.
- Modigliani, F & Miller, M.H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*. 13(3): 261-297.
- Myers, Stewart C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*. Vol. XXXIX No.3: 575-592.
- Nopratiwi, Agustina M. V. 2004. *Analisis Korelasi Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham (Pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan)*. Tesis. Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada: Yogyakarta.
- Pandya, Anil M & Rao, Narendar V. 1998. Diversification and Firm Performance an Empirical Valuation. *Journal of Financial and Strategic Decision*, 11 (2):67-81.
- Riyanto, Bambang. 1997. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Badan Penerbit Fakultas Ekonomi UGM: Yogyakarta.
- Ross, A. Stephen, Westerfield, Randolph W and Jaffe, Jeffrey. 2005. *Corporate Finance*. Seventh Edition, Mc Graw-Hill, Boston.
- Saffieddine, Assem & Titman, Sheridan. 1999. Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unseccessful Takeovers. *The Journal of Finance*. 55(2): 547-580.
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Badan Penerbit Fakultas Ekonomi: Yogyakarta.
- Solimun. 2010. *Analisis Multivariat Pemodelan Struktural Metode Partial Least Square- PLS*. Penerbit CV. Citra: Malang.

- Smith, Jr. C. W & Watts, R. L. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*. 32: 263-292.
- Suharli. 2007. Pengaruh *Profitability* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Journal Akuntansi dan Keuangan*. 9(1): 9-17.
- Sujoko. 2007. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Strategi Diversifikasi, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan*. Ringkasan Disertasi. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Sujono. 2010. *Determinan Struktur Modal, Inovasi dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)*. Ringkasan Disertasi tak diterbitkan. Program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Brawijaya. Malang.
- Umrie, HS. Rasyid; Yuliani & Cahyadi, Afriyadi. 2011. Analisis Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan Go Publik di Indonesia. *Jurnal Manajemen & Bisnis Sriwijaya*. 9(17): 13-32.
- Walker, M Mark. 2000. Corporate Take Over, Strategic Objectives and Acquiring Firm Shareholders Wealth. *Financial Management*, Winter, 36-46.
- Wasnieski. 2008. Corporate Risk and Shareholder Value. <http://ssrn.com>. March 29.
- Weston, J. Fred & Copeland, Thomas E. 1995. *Managerial Finance*. 9th ed. A. Jaka Wasana MSM & Kibrandoko MSM. (Penerjemah). Manajemen Keuangan Edisi Kesembilan Jilid 1. Binarupa Aksara. Jakarta Barat. Indonesia.
- Wright, Peter & Ferris, Stephen P. 1997. Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value. *Strategic Management Journal*. 18: 77-83.
- Yoon, Pyung S & Starks, Laura T. 1995. Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements. *The Review of Financial Studies*. 8 (4): 995-1018.
- Yuliani. 2011. Leverage, Size and Age Mediating Business Diversified to Financial Performance: Empirical Studies of Secondary Sectors in Indonesian Stock Exchange. *Proceeding The 2nd International Conference Indonesian Management Scientists Association*. Pekanbaru Riau. 2-4 Desember. 195-212.

