

## 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, kuadrat, 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 (<math>\alpha=0.05</math>)</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  $\alpha=5\%$

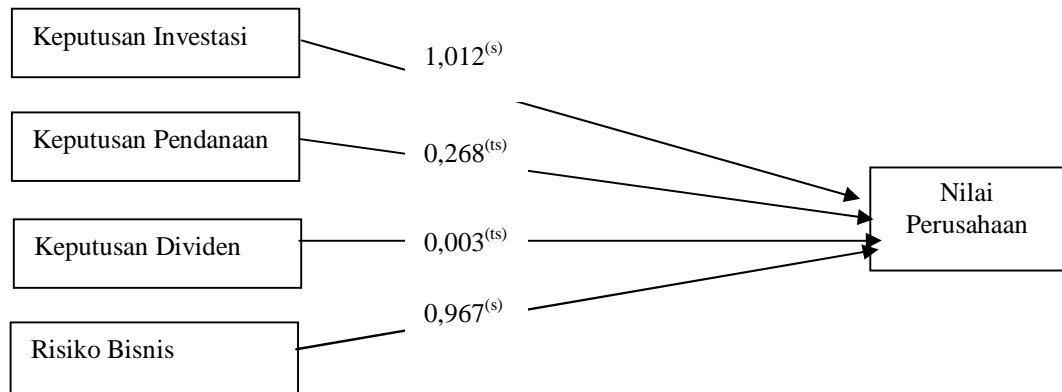
Berdasarkan Tabel 4.3 diperoleh bahwa koefisien jalur pengaruh langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan sebesar 1,012 pada *p value* 0,000. Hasil ini menunjukkan bahwa terdapat cukup bukti secara empiris untuk menerima hipotesis (H1a) bahwa keputusan investasi secara langsung dapat meningkatkan 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:



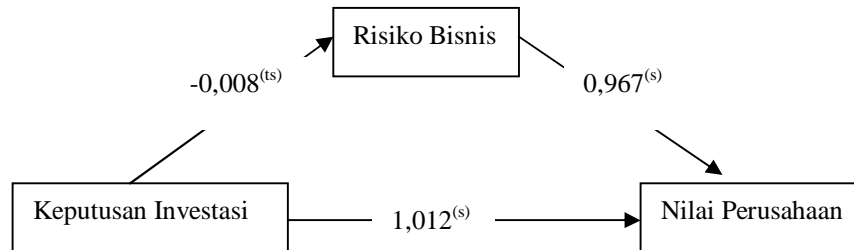
Keterangan: s= signifikan; ts= tidak signifikan

**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:



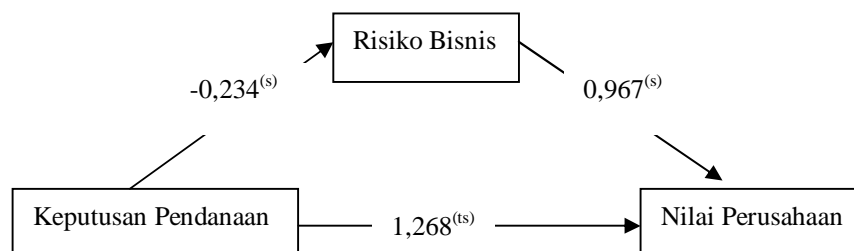
Keterangan: s= signifikan; ts= tidak signifikan

**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:



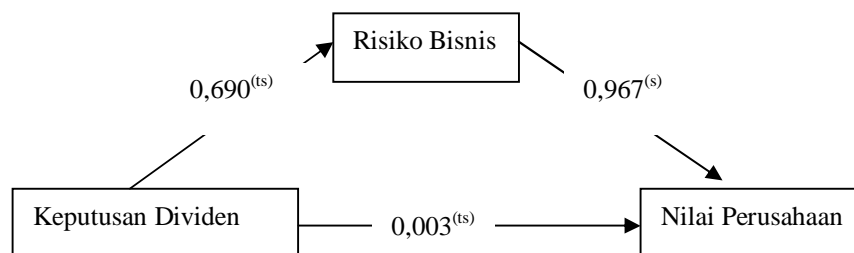
Keterangan: s= signifikan; ts= tidak signifikan

**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*, *clientele 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.