

# KEPUTUSAN INVESTASI, PENDANAAN, DAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN RISIKO BISNIS SEBAGAI VARIABEL MEDIASI

Yuliani  
Isnurhadi  
Samadi W. Bakar

Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen Universitas Sriwijaya  
Jl. Raya Prabumulih Zona A Fakultas Ekonomi, Inderalaya, Ogan Ilir, 30662.

## Abstract

*This study aimed to analyze: the effect of investment decisions on firm value, the role of business risk as a mediating effect investment decisions on firm value, the effect of financing decisions on firm value, the role of business risk as a mediating effect decisions financing on firm value, effect of dividend decisions on firm value, the role of business risk as a mediating effect dividend on firm value the effect of business risk on firm value. The research was conducted in the companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX). The observation period was 2009-2011. Based on the criteria population defined, the sampling method was census. The number of analyzed samples were 18 companies. Data analysis was path analysis. The research findings were: the investment decisions could increase firm value, business risk did not have mediating effect on relationship between investment decisions and firm value, the funding did not increase firm value, business risk as a full mediation had an effect on relationship of funding and firm value, dividend decision did not have effect on firm value, business risk did not have mediating effect on relationship between dividend decisions and firm value, business risk could increase firm value.*

**Keywords:** *business risk, dividend, financing, firm value, investment decisions*

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 dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan, maka keputusan-keputusan tersebut saling berkaitan satu dengan lainnya.

---

Korespondensi dengan Penulis:

**Yuliani:** Telp. +62 711 580230; Fax. +62 711 580 964  
E-mail: [yuliasyapril@yahoo.com](mailto:yuliasyapril@yahoo.com)

Penelitian empiris pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan hasilnya masih belum konsisten. Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan ditemui pada penelitian Yoon & Starks (1995), MacKay (2003), Nopratiwi (2004), Hasnawati (2005a, 2005b), Hossain *et al.* (2005), Akhtaruddin & Hossain (2008), Hidayat (2010), dan Efni (2011). Tetapi penelitian lain seperti yang dilakukan Kallapur & Trombley (1999), Bernadi (2007), dan Suharli (2007) menemukan bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian empiris mengenai pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan masih belum adanya konsistensi hasil penelitian, seperti yang dilakukan Hasnawati (2005a, 2005b) dan Bernadi (2007) menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Tetapi hasil penelitian lain seperti yang dilakukan Sujoko (2007) dan Umrie *et al.* (2011), menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan tidak berpengaruh signifikan terhadap 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 (1958) 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.

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, dan dividen terhadap nilai perusahaan, maka motivasi 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. Atas dasar uraian tersebut maka tujuan penelitian ini untuk menguji pengaruh keputusan investasi, pendanaan, dan dividen terhadap nilai perusahaan dengan risiko bisnis sebagai variabel mediasi di Bursa Efek Indonesia.

## PENGEMBANGAN HIPOTESIS

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. 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. Maksimum nilai perusahaan tercermin dalam harga sahamnya (Fama, 1978). 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.

Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan merujuk pada hasil penelitian Fama (1978), Yoon & Starks (1995), MacKay (2003), Nopratiwi (2004), Hasnawati (2005a, 2005b), Hossain *et al.* (2005), Akhtaruddin & Hossain (2008), Hidayat (2010), dan Efni (2011) diartikan bahwa adanya sejumlah investasi yang akan mendapat surplus jika perusahaan mampu membuat keputusan investasi yang tepat. Surplus yang diperoleh akan memberikan kontribusi terhadap arus kas yang masuk, kemudian diakumulasikan

pada peningkatan profit perusahaan. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

$H_{1a}$ : keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai 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 pemegang saham. Refleksi dari risiko bisnis ditemukan hubungan negatif terhadap nilai perusahaan untuk jangka panjang (Wasnieski, 2008) dimaknai bahwa semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan. Efni (2011) menemukan bahwa risiko mempunyai pengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Koefisien negatif menunjukkan bahwa peningkatan risiko mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Peneliti lainnya seperti Wasnieski (2008) dan Yuliani (2013) menjelaskan bahwa faktor risiko berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Terkait dengan penelitian sebelumnya dimana penelitian ini menempatkan risiko bisnis sebagai mediasi, sehingga alur pikir bahwa keputusan investasi yang efektif harus memperhatikan risiko bisnis sebagai akibat dampak sebuah keputusan yang telah diambil pada akhirnya memengaruhi nilai perusahaan. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

$H_{1b}$ : risiko bisnis signifikan sebagai variabel mediasi pengaruh keputusan investasi terhadap 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 per-

imbangan 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. Teori struktur modal yang banyak mendapat perhatian adalah teori *asimetris information* dan *signaling*, teori *pecking order*, dan teori *trade-off*.

Keputusan pendanaan memengaruhi nilai perusahaan dapat merujuk pada teori struktur modal tradisional. Penelitian Hasnawati (2005a, 2005b) menjelaskan bahwa keputusan pendanaan memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Konsisten dengan hasil penelitian Bernadi (2007) bahwa semakin tinggi proporsi hutang dalam keputusan pendanaan maka semakin tinggi peningkatan nilai perusahaan. Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan meningkatkan proporsi hutang dalam keputusan pendanaan maka memberikan motivasi bagi perusahaan untuk melakukan ekspansi atau kegiatan lainnya yang pada akhirnya dapat meningkatkan laba perusahaan. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

H<sub>2a</sub>: keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

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).

Risiko bisnis yang dipertimbangkan dengan tepat akan menghindari perusahaan dari kemungkinan kebangkrutan. Hal ini dikarenakan semakin tinggi hutang semakin besar bunga yang harus dibayarkan maka kemungkinan tidak membayar bunga yang tinggi akan semakin besar. Pemberi pinjaman misalnya kreditur dapat membangkrutkan perusahaan jika tidak membayar hutang. Sehingga semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi maka nilai perusahaan akan semakin turun. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

H<sub>2b</sub>: risiko bisnis signifikan sebagai variabel mediasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap 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 di-

investasikan kembali jika menghasilkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi dari biaya modal sendiri. Modigliani & Miller (1958) 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. Sedangkan Sujoko (2007) menjelaskan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan kebijakan pembayaran dividen terhadap harga saham dikarenakan mekanisme yang dapat mengkomunikasikan informasi manajemen mengenai kinerja perusahaan saat ini dan masa mendatang. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

$H_{3a}$ : keputusan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

*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.

Faktor ketidakpastian yang dihadapi menimbulkan risiko bisnis bagi perusahaan karena kemampuan membayar dividen menjadi sorotan bagi investor. Temuan Sujoko (2007) menggambarkan bahwa mekanisme pembayaran dividen menjadi komunikasi informasi manajemen perusahaan terhadap investor tentang kinerja perusahaan saat ini dan dimasa mendatang. Risiko bisnis yang dihadapi perusahaan dalam keputusan dividen akan memengaruhi nilai perusahaan karena investor akan percaya dan merasa aman untuk menginvestasikan dana dalam suatu perusahaan. Dari kajian

konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

$H_{3b}$ : risiko bisnis signifikan sebagai variabel mediasi pengaruh keputusan dividen terhadap nilai perusahaan

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 dan risiko keuangan. 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 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. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

$H_4$ : risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

## METODE

Rancangan penelitian adalah *explanatory research* yang bertujuan untuk mendapatkan penjelasan mengenai hubungan (kausalitas) antara variabel melalui pengujian hipotesis.

## Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Risiko Bisnis sebagai Variabel Mediasi

Yuliani, Isnurhadi, & Samadi W. Bakar

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan tercatat di BEI berjumlah 374 perusahaan tidak termasuk bank dan lembaga keuangan bukan bank (asuransi, kredit agensi, perusahaan sekuritas). Metode penentuan sampel adalah *purposive* dengan kriteria yang ditetapkan. Adapun perusahaan yang memenuhi kriteria disajikan dalam Tabel 1.

Berdasarkan Tabel 1 maka unit analisis adalah data panel periode pengamatan (t)= tiga

tahun (2009-2011) dan N= 18 perusahaan sehingga jumlah observasi sebanyak 54 kasus. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan yang dipublikasikan di BEI, ICMD 2008-2011 maupun dari Laporan Tahunan 2008-2011. Daftar perusahaan yang menjadi sampel penelitian disajikan dalam Tabel 2.

Adapun definisi operasional variabel penelitian ditunjukkan pada Tabel 3.

**Tabel 1.** Kriteria Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah Perusahaan
Jumlah perusahaan <i>go public</i> selain bank dan LK	374
Dikeluarkan karena laporan keuangan tidak lengkap	(128)
	246
Dikeluarkan karena EBIT negatif	(121)
	125
Dikeluarkan karena membukukan <i>retairned earning</i> negatif	(54)
	71
Dikeluarkan karena ekuitas negatif	(22)
	49
Dikeluarkan karena membayar dividen tidak kontinyu	31
	18

**Tabel 2.** Daftar Perusahaan Sampel Penelitian

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

Analisis statistik inferensial digunakan dalam penelitian ini untuk menjawab hipotesis yang telah diajukan sebelumnya. Pengaruh langsung masing-masing variabel independen terhadap variabel de-

penden, menguji variabel mediasi pada hipotesis penelitian menggunakan metode analisis jalur (*path analysis*). Alasan penggunaan analisis jalur dalam penelitian ini dikarenakan: (1) hubungan antar

**Tabel 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 (2005:44), 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 (2005:44), 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</i> (DOL)	$\frac{Perubahan\ EBIT}{Perubahan\ Sales}$	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 ( $y_{11}$ )	$Tobin's\ Q_i = \left[ \frac{(OS \times P) + (D + I) - CA}{TA} \right]$  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>	Pandya & Rao (1998)

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; dan (4) model yang dianalisis diidentifikasi dengan benar berdasarkan teori-teori dan konsep yang relevan.

Pemeriksaan asumsi pada analisis jalur 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, kuadrat, 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:

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

Keterangan:

$R_1^2, R_2^2, \dots, R_p^2$  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.

## HASIL

### Uji Linieritas

Hasil pemeriksaan asumsi linieritas untuk setiap hubungan antar variabel disajikan dalam Tabel 4.

Tabel 4 menunjukkan bahwa keputusan semua bentuk hubungan antar variabel dalam model struktural adalah linier. Berdasarkan prinsip *parsimony* untuk hubungan semua model tidak signifikan, maka keputusan terhadap model ini adalah tetap linier. Dengan demikian asumsi linieritas pada model struktural ini telah terpenuhi.

### Uji Goodness of Fit Model

Hasil pemeriksaan *goodness of fit model* terpenuhi jika didukung oleh data empiris. *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  $R^2$

**Tabel 4.** Hasil Pengujian Asumsi Linieritas

Variabel Independen	Variabel Dependen	Hasil Pengujian ( $\alpha=0.05$ )	Sig	Keputusan
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



masing-masing variabel dependen maka dapat dihitung nilai *predictive-relevance* (Q2):

$$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2) (1 - R_2^2) = 1 - (1 - 0,103) (1 - 0,939) = 0,945$$

Nilai Q<sup>2</sup> diperoleh sebesar 0,945 dapat diartikan bahwa model yang digunakan untuk memprediksi variabel endogen layak digunakan sebagai dasar pengujian hipotesis. 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.

### Hasil Pengujian Hipotesis

Adapun hasil hipotesis penelitian tersaji pada Tabel 5.

## PEMBAHASAN

### Keputusan Investasi Berpengaruh Signifikan terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil analisis pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang signifikan sebagaimana ditunjukkan dalam Tabel 5. 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 diprosikan dengan Tobin's Q ditemukan hasil yang signifikan dengan arah positif. Hal ini dimaknai bahwa semakin tinggi keputusan investasi berpengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan.

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* (NPV) yang positif. Artinya pengeluaran investasi yang dilakukan telah dipertimbangkan dan dianalisis dengan metode yang ada, maka dipilih investasi dengan NPV positif (Fama & French, 1998) bahwa pengeluaran investasi memberikan

Tabel 5. Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian

Variabel Independen	Variabel Mediasi	Variabel Dependen	Koefisien Jalur	p-value	Keterangan
KI		NP	1,012	0,000	Signifikan
KI	RB	NP	-1,004	0,695	Bukan Mediasi
KP		NP	0,268	0,097	Tidak Signifikan
KP	RB	NP	-0,226	0,000	Mediasi Sempurna
KD		NP	0,003	0,099	Tidak Signifikan
KD	RB	NP	0,670	0,506	Bukan Mediasi
RB		NP	0,967	0,000	Signifikan

Signifikan pada α=5%

Keterangan: KI: keputusan investasi; KP= keputusan pendanaan; KD= keputusan dividen; RB: risiko bisnis; NP: nilai perusahaan

sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dan pertumbuhan kapitalisasi saham di masa yang akan datang sehingga terjadi peningkatan pada nilai perusahaan secara keseluruhan.

Hasil penelitian ini telah membuktikan penelitian Fama & French (1998) bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Temuan penelitian ini juga konsisten terhadap Fama (1978), Yoon & Starks (1995), MacKay (2003), Nopratiwi (2004), Hasnawati (2005a, 2005b), Hossain *et al.* (2005), Akhtaruddin & Hossain (2008), Hidayat (2010), dan Efni (2011) bahwa keputusan investasi yang tepat dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil temuan ini tidak konsisten terhadap penelitian Kallapur & Trombley (1999), Bernadi (2007), dan Suharli (2007). Perbedaan hasil temuan ini dengan penelitian sebelumnya seperti Suharli (2007) membedakan pengaruh langsung dan tidak langsung antara keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Selain itu, objek pengamatan dan teknik analisa yang digunakan juga memiliki perbedaan terhadap hasil temuan.

### **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 Tabel 5. Dengan demikian, hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa risiko bisnis menjadi mediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan tidak mendapat dukungan empiris. Hasil ini menunjukkan bahwa risiko bisnis yang tercermin pada DOL bukan sebagai variabel mediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

Temuan penelitian yang tidak signifikan mencerminkan bahwa dalam hubungan keputusan investasi secara langsung dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan dengan memasukkan me-

diasi 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 properti dan *real estate* di BEI. Temuan penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Wasnieski (2008) dan Yuliani (2013) bahwa faktor risiko sebagai mediasi dengan arah negatif dan signifikan. Perbedaan hasil temuan pada penelitian ini dikarenakan dalam keputusan investasi dengan memperhatikan risiko bisnis diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan diartikan bahwa keputusan investasi yang dibuat oleh perusahaan sudah cukup baik sehingga dampak dari risiko bisnis yang dihadapi mampu untuk dikelola perusahaan.

### **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 rasio *leverage* tidak memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan yang tercermin pada Tobin's Q.

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 (1958), Sujoko (2007), Umrie *et al.* (2011), dan Yuliani (2013) bahwa keputusan pendanaan tidak relevan dalam peningkatan nilai

perusahaan. Hasil temuan penelitian ini tidak mendukung peneliti seperti Hasnawati (2005a, 2005b) dan Bernadi (2007) yang menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Perbedaan temuan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya dikarenakan pengukuran variabel keputusan pendanaan yang berbeda. Misalnya penelitian Hasnawati (2005a, 2005b) menggunakan variabel laten dengan objek pengamatan pada perusahaan sektor manufaktur sedangkan penelitian ini menggunakan proksi rasio *leverage* dengan objek seluruh perusahaan *go public* di BEL.

### **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.

### **Pengaruh Keputusan Dividen terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil analisis bahwa keputusan dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 5. 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. Kecenderungan terjadi peningkatan DPR jika terjadi peningkatan pendapatan bersih maka perusahaan akan membayarkan DPR dalam jumlah tinggi. Bentuk dividen yang bisa dibayarkan pada pemegang saham adalah dividen tunai dan dividen saham memberikan dampak berbeda terhadap kinerja keuangan suatu perusahaan.

Temuan penelitian ini mendukung penelitian Modigliani & Miller (1958) dan Efni (2011) yang menyimpulkan bahwa keputusan dividen tidak relevan dalam peningkatan nilai perusahaan. Hasil temuan ini tidak mendukung Sujoko (2007) dan Hasnawati (2005a) 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.

### **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 Tabel 5.

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 properti dan *real estate* 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*.

### **Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil temuan menunjukkan bahwa risiko bisnis secara langsung berpengaruh terhadap nilai perusahaan sebagaimana terlihat pada Tabel 5. 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 risiko dan *return* menyatakan dalam investasi di aset keuangan, investor akan menghadapi faktor risiko yang besar dan kompensasinya akan memperoleh *return* yang tinggi. Sehingga diperlukan pengamatan mendalam sebelum investor menginvestasikan dalam aset keuangan terutama untuk pembelian saham yang setiap saat mengalami perubahan disebabkan faktor-faktor baik fundamental perusahaan dan faktor makro yang tidak bisa diantisipasi sebelumnya.

Temuan penelitian ini berbeda arah dengan Efni (2011) dikarenakan untuk sektor properti dan *real estate* para investor akan memperhatikan risiko sebelum melakukan investasi. Faktor perusahaan akan mengalami kebangkrutan menjadi fokus sebelum investasi pada sektor ini. Perbedaan temuan penelitian untuk sektor perbankan dilakukan Yuliani (2013) dengan menggunakan risiko sebagai mediasi pengaruh aktivitas operasional bank terhadap kinerja keuangan adalah signifikan dan positif.

## **KESIMPULAN DAN SARAN**

### **Kesimpulan**

Keputusan investasi yang diukur dengan *market to book asset ratio* (MBAR) mampu memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan yang diprosikan dengan Tobin's Q. Hal ini berarti variasi nilai pasar aktiva mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan. Keputusan pendanaan tidak menentukan nilai perusahaan. Temuan ini menjelaskan bahwa proporsi hutang yang tinggi tidak memberikan dampak pada peningkatan nilai

perusahaan. Keputusan dividen tidak memberikan kontribusi pada peningkatan nilai perusahaan. Hal ini dimaknai bahwa investor pasar modal dalam penelitian ini tidak sepenuhnya mengharapkan pembayaran dividen yang tinggi, tetapi lebih difokuskan pada tingkat pertumbuhan dan profitabilitas jangka panjang.

Peran risiko bisnis sebagai mediasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan yang bersifat *full mediation*. Sifat mediasi sempurna diartikan bahwa perusahaan mempertimbangkan faktor risiko bisnis dalam membuat keputusan pendanaan. Dengan demikian, kemampuan perusahaan meminimalkan risiko dapat memberikan dampak pada peningkatan nilai perusahaan dan terhindar dari risiko kebangkrutan. Sedangkan risiko bisnis tidak berperan sebagai mediasi pengaruh keputusan investasi dan keputusan dividen terhadap nilai perusahaan.

Risiko bisnis dapat memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan. Temuan ini menjelaskan bahwa faktor risiko bisnis menjadi pertimbangan dalam peningkatan nilai perusahaan. Risiko bisnis yang tinggi berdampak pada kemampuan perusahaan dalam meningkatkan laba dan pada akhirnya akan berpengaruh pada nilai perusahaan.

## Saran

Penting bagi perusahaan untuk memandangi 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.

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.

Agenda penelitian mendatang dapat menambahkan variabel-variabel relevan seperti variabel makro ekonomi karena menjadi pertimbangan dalam penentuan risiko. Perbedaan risiko perlu dilakukan seperti risiko pasar dan risiko keuangan. Perbedaan ini menjadi penting terutama dilihat dari aspek eksternal perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adam, T. & Goyal, V.K. 2008. The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables. *The Journal of Financial Research*, 11(1): 41-63.
- Akhtaruddin, M. & Hossain, M. 2008. Investment Opportunity Set, Ownership Control, and Voluntary Disclosures in Malaysia. *JOAAG*, 3(2): 25-39.
- Bernadi, K.J. 2007. Analisis Pengaruh Cash Flow dan Kebijakan Pecking Order terhadap Leverage dan Investasi serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan-Perusahaan Sektor Manufaktur). *Disertasi (Tidak Dipublikasikan)*. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Brigham, E.F & Houston, J.F. 2004. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh Buku 1. Jakarta: Salemba Empat.
- Efni, Y. 2011. Pengaruh Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Risiko (Studi pada Sektor Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia). *Ringkasan Disertasi (Tidak Dipublikasikan)*. Universitas Brawijaya Malang.
- Fama, E.F. 1978. The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders. *The Modern Theory of Corporate Finance*, 68(3): 22-38.
- Fama, E.F. & French, K.R. 1998. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*, 53(3): 819-843.
- Gitman, L. J. 2003. *Principles of Managerial Finance*. 10th Edition. USA: Addison Wesley.

## Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Risiko Bisnis sebagai Variabel Mediasi

Yuliani, Isnurhadi, & Samadi W. Bakar

- Hanafi, M.M. 2005. *Manajemen Keuangan*. Edisi 2004/2005. Yogyakarta: BPFE.
- Hasnawati, S. 2005a. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan Indonesia*, 34(9): 33-41.
- Hasnawati, S. 2005b. Dampak Set Peluang Investasi terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal AAI*, 9(2): 117-126.
- Hidayat, R. 2010. Keputusan Investasi dan *Financial Constraints*: Studi Empiris pada Bursa Efek Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 457-479.
- Hossain, M., Ahmed, K. & Godfrey, J.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, M.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. Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and the Supply of Capital to Corporations. *Review of Economics and Statistics*, 44 (3): 243-269.
- MacKay, P. 2003. 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(4): 411-413.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3): 261-297.
- Nopratiwi, A. M. V. 2004. Analisis Korelasi Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham (Pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan). *Tesis (Tidak Dipublikasikan)*. Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada Yogyakarta.
- Pandya, A.M. & Rao, N.V. 1998. Diversification and Firm Performance an Empirical Valuation. *Journal of Financial and Strategic Decision*, 11(2): 67-81.
- Smith, Jr. C. W & Watts, R. L. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3): 263-292.
- Suharli, M. 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). *Jurnal 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 (Tidak Dipublikasikan)*. Program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Brawijaya Malang.
- Umrie, H.S.R., Yuliani, & Cahyadi, A. 2011. Analisis Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan Go Publik di Indonesia. *Jurnal Manajemen & Bisnis Universitas Sriwijaya*, 19(17): 13-32.
- Wasnieski, K. 2008. Corporate Risk and Shareholder Value. [http://www.researchgate.net/publication/228230299\\_Corporate\\_Risk\\_and\\_Shareholder\\_Value\\_-\\_Research\\_Report](http://www.researchgate.net/publication/228230299_Corporate_Risk_and_Shareholder_Value_-_Research_Report). (Diakses 29 Maret 2013).
- Yoon, P.S. & Starks, L.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 2<sup>nd</sup> International Conference Indonesian Management Scientists Association*: 195-212.
- Yuliani. 2013. Aktivitas Operasional Bank dan Implikasinya terhadap Kinerja Keuangan dengan Faktor Risiko sebagai Pemediasi (Studi pada Sektor Perbankan *Go Public* di Bursa Efek Indonesia). *Makalah Call for Paper*. Asosiasi Ilmuwan Manajemen Indonesia. Kendari, Sulawesi Tenggara. 21-22 Juni 2013.