

PENGARUH KEPUTUSAN INVESTASI, KEBIJAKAN DIVIDEN, SERTA KEPUTUSAN PENDANAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

Luh Putu Novita Sartini⁽¹⁾
Ida Bagus Anom Purbawangsa⁽²⁾

⁽¹⁾⁽²⁾Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia
Email: novietha.sartini486@gmail.com

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh keputusan investasi, kebijakan dividen, serta keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan manufaktur. Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode penelitian tahun 2009-2011. Sampel dari penelitian ini berjumlah 20 perusahaan. Metode penentuan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *path analysis*. Berdasarkan analisis data, ditemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, serta kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Kata kunci: nilai perusahaan, keputusan investasi, kebijakan dividen, keputusan pendanaan.

ABSTRACT

This study aimed to examine effect of investment decisions, dividend policy and financing decisions on firm value of manufacturing companies. This research was conducted at Indonesia Stock Exchange (BEI) with research period of 2009-2011. The amount of sample was 20 companies. The sampling method used was purposive sampling method. Analysis technique used in this research was path analysis. The results show that Investment decisions has significant positive effects on dividend policy, investment decisions was significant positive effects on firm value, dividend policy significant positive effect to firm value, financing decisions significant positive affects to firm value, and dividend policy has significant positive effect on financing decisions.

Keywords: firm value, investment decision, dividend policy, financing decision.

PENDAHULUAN

Pada umumnya semua perusahaan memiliki dua tujuan yaitu tujuan jangka pendek dan tujuan jangka panjang. Tujuan jangka pendek perusahaan adalah memperoleh laba, sedangkan tujuan jangka panjang perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan yang ingin mencapai tujuan jangka panjang, akan mengambil beberapa keputusan berupa keputusan investasi, kebijakan dividen, serta keputusan pendanaan (Husnan dan Pudjiastuti, 2006:5). Ketiga keputusan keuangan tersebut merupakan keputusan yang saling berkaitan satu sama lainnya serta mempengaruhi nilai perusahaan.

Nilai perusahaan yang optimal akan dicapai dengan mengkombinasikan fungsi-fungsi dari manajemen keuangan. Satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya, sehingga nantinya akan berdampak pula terhadap nilai perusahaan (Afzal dan Rohman, 2012). Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan terdiri dari keputusan investasi, kebijakan dividen, serta

keputusan pendanaan. Perusahaan yang dipilih sebagai sampel penelitian adalah perusahaan manufaktur sektor industri dasar, kimia, dan pertambangan yang terdaftar di BEI dengan periode penelitian tahun 2009-2011.

Penelitian yang dilakukan oleh Fenandar dan Raharja (2012), Efni dkk. (2011), Wongso (2012), Sudarman (2010), Wijaya dkk. (2010), serta Lestari dkk. (2012) menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda mengenai pengaruh keputusan investasi, kebijakan dividen, serta keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Beberapa peneliti menemukan bahwa keputusan investasi, kebijakan dividen, serta keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan beberapa peneliti lainnya menemukan bahwa keputusan pendanaan tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan pemaparan hasil penelitian tersebut, ditemukan adanya kesenjangan dari hasil penelitian sebelumnya (*research gap*) yang menjadi salah satu sumber masalah dalam penelitian

ini. Penelitian ini memiliki beberapa tujuan yaitu (1) untuk mengetahui signifikansi pengaruh keputusan investasi terhadap kebijakan dividen, (2) untuk mengetahui signifikansi pengaruh keputusan investasi terhadap keputusan pendanaan, (3) untuk mengetahui signifikansi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan, (4) untuk mengetahui signifikansi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, (5) untuk mengetahui signifikansi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan, dan (6) untuk mengetahui signifikansi pengaruh kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan.

Sudarman (2010) mengungkapkan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai kini dari pendapatan mendatang, nilai pasar kapital yang bergantung pada kemampuan menghasilkan arus kas serta karakteristik operasional dan keuangan dari perusahaan yang diambil alih. Nilai perusahaan juga dapat mempengaruhi persepsi investor mengenai perusahaan karena nilai perusahaan dianggap mencerminkan kinerja perusahaan (Lestari dkk., 2012). Nilai perusahaan yang semakin tinggi, akan berdampak terhadap peningkatan kemakmuran yang dicapai para pemegang saham.

Investasi merupakan tindakan untuk menanamkan dana yang dimiliki saat ini ke dalam bentuk aktiva lancar maupun aktiva tetap dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang (Salim dan Moeljadi, 2001:110). Kegiatan investasi yang dilakukan oleh perusahaan diharapkan memberikan laba yang optimal yang digunakan kembali untuk kegiatan investasi atau dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan mengenai pembagian laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali di dalam perusahaan (Weston dan Brigham, 1989:198). Dividen dapat digunakan untuk mengurangi *agency problem* dalam perusahaan (Shubiri *et al.*, 2012). Kebijakan dividen akan berdampak terhadap besarnya laba ditahan perusahaan yang merupakan sumber pendanaan internal perusahaan yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan di masa yang akan datang (Uwigbe *et al.*, 2012).

Keputusan pendanaan berkaitan dengan keputusan perusahaan dalam mencari dana untuk membiayai investasi dan menentukan komposisi sumber pendanaan (Kumar *et al.*, 2012). Pendanaan perusahaan dapat dikelompokkan berdasarkan sumber dananya yaitu pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Efni dkk. (2011) menyatakan bahwa pendanaan internal merupakan pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan berupa laba ditahan sedangkan pendanaan eksternal yaitu pendanaan hutang, ekuitas, dan *hybrid securities*.

Investasi suatu perusahaan yang memberikan nilai *NPV* (*Net Present Value*) positif mengindikasikan bahwa investasi tersebut layak untuk dijalankan. Investasi yang tepat diharapkan akan memberikan keuntungan yang lebih besar di masa yang akan datang bagi perusahaan. Laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen serta ditahan untuk membiayai perkembangan perusahaan. Peningkatan laba yang diperoleh perusahaan dari kegiatan investasi tersebut akan berdampak terhadap peningkatan pembagian dividen kepada para pemegang saham.

Keputusan investasi merupakan ketetapan yang dibuat oleh pihak perusahaan dalam membelanjakan dana yang dimilikinya dalam bentuk aset tertentu dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang (Nahdiroh, 2013). Perusahaan yang memilih untuk memanfaatkan peluang investasi akan menggunakan sebagian dana dari laba ditahan untuk berinvestasi. Pilihan tersebut akan mempengaruhi kebijakan dividen yang akan diambil oleh perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Samuel *and* Gbegi (2010) mengenai kebijakan dividen, kendala likuiditas dan investasi perusahaan di Nigeria menyimpulkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Nahdiroh (2013) menemukan bahwa terjadi independensi hubungan antara keputusan investasi terhadap kebijakan dividen. Ardestani *et al.* (2013) melakukan penelitian mengenai kebijakan dividen, set peluang investasi, dan pembiayaan perusahaan di sektor industri produk Malaysia menyimpulkan bahwa peluang investasi memiliki hubungan positif dan signifikan dengan kebijakan pembayaran dividen. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Nizar (2008) mengenai faktor yang mempengaruhi keputusan dividen perusahaan menyatakan bahwa peluang investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Alam *et al.* (2012) melakukan penelitian mengenai kebijakan dividen menemukan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan atas kajian teori serta hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya, maka dirumuskan hipotesis:

H1 : Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Interaksi keputusan investasi dengan keputusan pendanaan menyangkut analisis terhadap profitabilitas investasi apabila dibiayai dengan utang dan modal sendiri (Husnan dan Pudjiastuti, 2006:325). Semakin tinggi *IRR* (*Internal Rate of Return*) hingga melebihi biaya modal rata-rata tertimbang mengindikasikan

bahwa proyek tersebut menguntungkan apabila investor menginvestasikan sejumlah dana pada proyek tersebut. Keputusan investasi yang dilakukan perusahaan akan menghasilkan laba yang optimal apabila dibiayai oleh hutang dan modal sendiri dengan komposisi yang optimal. Pilihan investasi yang dilakukan oleh perusahaan merupakan kesempatan perusahaan untuk berkembang, namun tidak semua kesempatan investasi dapat diperoleh oleh perusahaan. Perusahaan yang tidak mampu memanfaatkan kesempatan investasi yang ada akan mengalami pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan kehilangan peluang investasi (Rhakimsyah dan Gunawan, 2011). Penelitian yang dilakukan oleh Khanqah (2013) mengenai hubungan antara keputusan investasi dan keputusan pembiayaan menemukan bahwa dalam kondisi ketidakpastian yang rendah, terdapat hubungan positif antara keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Franklin and Muthusamy (2011) melakukan penelitian mengenai dampak keputusan pendanaan terhadap keputusan investasi perusahaan. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif terhadap tingkat investasi. Nadhiroh (2013) melakukan penelitian mengenai studi empiris keputusan-keputusan dividen, investasi, dan pendanaan eksternal pada perusahaan-perusahaan Indonesia yang *go public* di Bursa Efek Indonesia menghasilkan kesimpulan yaitu keputusan investasi dan keputusan pendanaan eksternal memiliki hubungan sebab akibat dua arah yang negatif.

Berdasarkan atas kajian teori serta hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya, maka dirumuskan hipotesis:

H2 : Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan.

Investasi yang diharapkan memberikan tingkat keuntungan (*internal rate of return*) yang lebih besar dari biaya modal, dikatakan menguntungkan. Semakin tinggi tingkat keuntungan yang dihasilkan dari kegiatan investasi perusahaan, maka akan meningkatkan harga saham perusahaan. Harga saham yang semakin tinggi berdampak terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Investasi adalah mengorbankan aset yang dimiliki sekarang untuk mendapatkan aset pada masa yang akan datang dengan jumlah yang lebih besar (Rhakimsyah dan Gunawan, 2011). Subekti (dalam Rhakimsyah dan Gunawan, 2011) menyatakan bahwa perusahaan adalah kombinasi antara nilai aktiva riil (*asset in place*) dengan pilihan investasi di masa yang akan datang. Keputusan investasi yang tepat akan meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

Penelitian yang dilakukan oleh Rizqia *et al.* (2013) mengenai pengaruh kepemilikan manajerial, *financial*

leverage, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan peluang investasi terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan menyimpulkan bahwa kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Honarbaksh *et al.* (2013) melakukan penelitian mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai pasar pada perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Teheran. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pasar. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Wijaya (2010) mengenai implikasi keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan menghasilkan kesimpulan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Rakhimsyah dan Gunawan (2011) menyatakan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dalam penelitian mengenai pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, dan tingkat suku bunga terhadap nilai perusahaan. Maka dirumuskan hipotesis:

H3 : Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Perusahaan membagikan dividen apabila perusahaan memiliki kelebihan dana yang diperoleh dari operasi perusahaan (laba setelah pajak+penyusutan). Jumlah maksimum dana yang dibagikan sebagai dividen diukur dengan menggunakan laba bersih setelah pajak. Semakin tinggi pembayaran dividen kas suatu perusahaan, akan menimbulkan sinyal positif bagi para pemegang saham. Sinyal tersebut mengindikasikan bahwa keuntungan perusahaan semakin meningkat. Meningkatnya laba perusahaan mengakibatkan meningkatnya harga saham perusahaan. Peningkatan harga saham perusahaan akan berdampak terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Kebijakan dividen tetap menjadi salah satu kebijakan keuangan yang paling penting tidak hanya dari sudut pandang perusahaan, tetapi juga dari sudut pandang pemegang saham, konsumen, karyawan, badan pengawas dan Pemerintah (Uwuigbe *et al.*, 2012). Pembayaran dividen yang tinggi kepada para pemegang saham mencerminkan harga pasar saham meningkat, sehingga nilai perusahaan juga akan meningkat. Rizqia *et al.* (2013) meneliti pengaruh kepemilikan manajerial, *financial leverage*, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan peluang investasi terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Salawu *et al.* (2012) mengenai keputusan keuangan dan kinerja perusahaan menemukan bahwa kebijakan dividen

berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Ashamu *et al.* (2012) melakukan penelitian mengenai kebijakan dividen sebagai alat strategis pendanaan perusahaan publik menghasilkan kesimpulan bahwa *pay-out ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Wongso (2012) mengenai pengaruh kebijakan dividen, struktur kepemilikan, dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan dalam perspektif teori agensi dan teori signaling menghasilkan kesimpulan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan atas kajian teori serta hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya, maka dirumuskan hipotesis:

H4 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kondisi pasar modal yang sempurna dan terdapat pajak, akan membuat perusahaan memutuskan untuk menggunakan komposisi hutang lebih banyak dibandingkan dengan modal sendiri, sehingga akan menurunkan k_e (biaya modal perusahaan) sampai mendekati biaya hutang setelah pajak. Biaya hutang yang diasumsikan konstan berapapun proporsi hutang yang digunakan akan membuat nilai perusahaan semakin meningkat. Keputusan pembiayaan adalah salah satu keputusan yang paling kritis dan pekerjaan yang menantang untuk manajer keuangan, hal itu disebabkan karena keputusan ini memiliki dampak langsung pada kinerja keuangan dan struktur modal dari perusahaan (Kumar *et al.*, 2012).

Penelitian yang dilakukan oleh Moradi *et al.* (2012) mengenai pengaruh pemerintahan, keputusan pendanaan korporasi dan struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan menemukan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Rizqia *et al.* (2013) melakukan penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial, *financial leverage*, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan peluang investasi terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan menemukan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian mengenai pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang dilakukan oleh Fenandar dan Raharja (2012) menghasilkan kesimpulan bahwa keputusan pendanaan tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dkk. (2010) mengenai pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian mengenai pengaruh keputusan investasi,

keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan menghasilkan kesimpulan yaitu keputusan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Afzal dan Rohman, 2012).

Berdasarkan atas kajian teori serta hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya, maka dirumuskan hipotesis:

H5 : Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Perusahaan yang menerapkan kebijakan dividen stabil cenderung untuk tidak menurunkan pembayaran dividen kepada para pemegang saham walaupun laba yang diperoleh perusahaan mengalami penurunan. Kebijakan tersebut akan berdampak terhadap penurunan laba ditahan perusahaan yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Penurunan laba ditahan berdampak terhadap penurunan sumber pendanaan internal perusahaan. Penurunan sumber pendanaan internal menyebabkan peningkatan penggunaan sumber pendanaan eksternal.

Kebijakan dividen merupakan suatu ketetapan yang diambil oleh pihak manajemen perusahaan dalam membagi keuntungan perusahaan kepada para pemegang sahamnya, namun tetap memperhatikan alokasi laba ditahan sebagai dana internal untuk melakukan reinvestasi guna memaksimalkan nilai perusahaan (Nahdiroh, 2013). Kebijakan dividen yang tinggi akan mengurangi porsi laba yang akan ditahan perusahaan. Laba ditahan merupakan sumber pendanaan internal perusahaan. Sumber pendanaan internal perusahaan yang kecil akan menyebabkan perusahaan mencari sumber pendanaan eksternal untuk mencukupi kebutuhan pendanaan perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Patra (2008) mengenai hubungan antara keputusan pendanaan, keputusan investasi, *cash dividend* dan produktifitas pasar saham agregat di Taiwan dan Cina menyimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap keputusan pendanaan. Nahdiroh (2013) melakukan penelitian mengenai studi empiris keputusan-keputusan dividen, investasi, dan pendanaan pada perusahaan-perusahaan Indonesia yang *go public* di Bursa Efek Indonesia menemukan bahwa kebijakan dividen tidak signifikan dalam menentukan tingkat pendanaan eksternal. Penelitian yang dilakukan oleh Ardestani *et al.* (2013) mengenai kebijakan dividen, set peluang investasi, dan pembiayaan perusahaan di sektor industri produk Malaysia menemukan bahwa keputusan keuangan perusahaan memiliki hubungan negatif dengan kebijakan pembayaran dividen.

Berdasarkan atas kajian teori serta hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya, maka dirumuskan hipotesis:

H6 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan.

Berdasarkan hipotesis yang diajukan maka model kerangka konseptualnya dapat dilihat pada Gambar 1.

METODE

Populasi penelitian ini berjumlah 98 perusahaan manufaktur sektor industri dasar, kimia, dan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2010. Perusahaan-perusahaan yang membayar dividen selama tiga tahun berturut-turut digunakan sebagai sampel penelitian dengan jumlah akhir 20 perusahaan. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: pertama, Variabel *exogenous* dimana keputusan investasi adalah keputusan untuk menanamkan modal yang dimiliki dalam bentuk aktiva tetap dan aktiva lancar yang diharapkan akan memberikan keuntungan di masa mendatang yang diukur dengan *Price Earning Ratio*, *Tobin's Q*, dan *Return On Asset* dengan periode penelitian tahun 2009-2011. Rumus dari masing-masing *proxy* keputusan investasi adalah :

$$PER = \frac{\text{Harga per saham}}{\text{Laba per saham}}$$

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{MVE} + \text{DEBT}}{\text{TA}} \times 100\%$$

$$ROA = \frac{\text{EAT}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

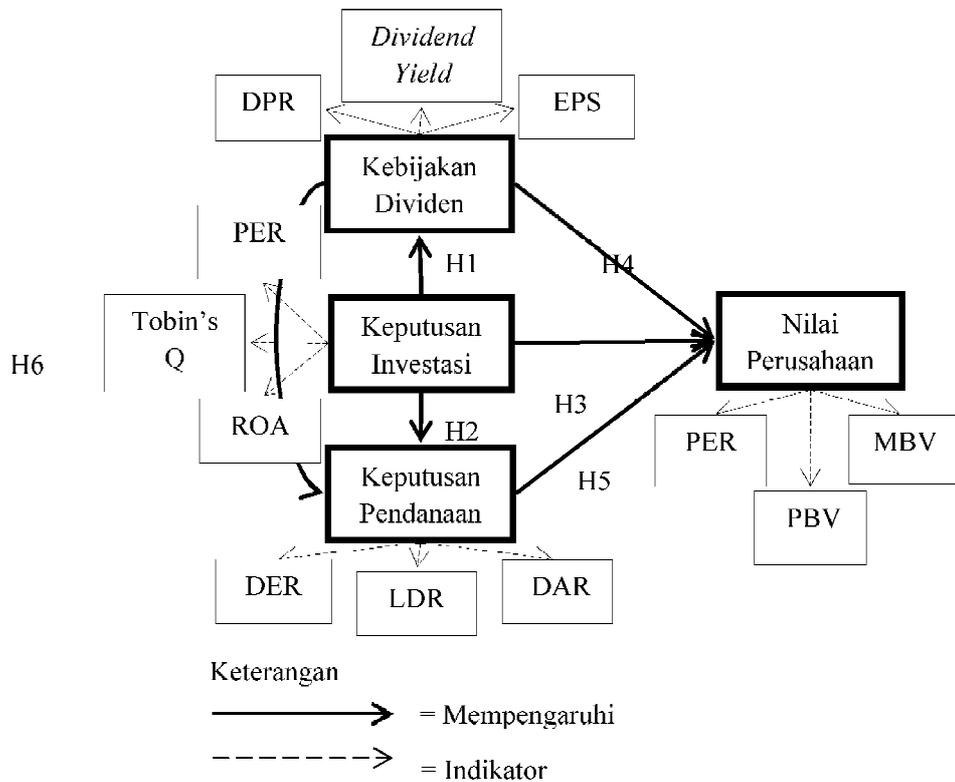
Kedua, variabel *endogenous* yaitu: 1) kebijakan dividen adalah keputusan untuk membagikan laba setelah pajak kepada pemegang saham yang diukur dengan *Dividend Payout Ratio*, *Dividend Yield*, dan *Earning Per Share* dengan periode penelitian tahun 2009-2011. Rumus dari masing-masing *proxy* kebijakan dividen adalah :

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS perusahaan}}{\text{EPS perusahaan}} \times 100\%$$

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividend Per Share (DPS)}}{\text{Share Price}} \times 100\%$$

$$\text{EPS} = \frac{\text{Net Income} - \text{Preferred Dividends}}{\text{Average number of common share Outstanding}}$$

2) Keputusan pendanaan adalah penetapan sumber pendanaan ke dalam struktur modal yang akan digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan yang diukur dengan *Debt to total Asset Ratio*, *Debt to Equity Ratio*, dan *Long term to Debt Ratio* dengan periode penelitian tahun 2009-2011. Rumus dari masing-masing *proxy* keputusan pendanaan adalah :



Gambar 1. Model Kerangka Konseptual

Sumber: berbagai pendapat dan publikasi, dikembangkan untuk penelitian

$$DAR = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total aktiva}}$$

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

$$LDR = \frac{\text{Utang jangka panjang}}{\text{Modal sendiri}}$$

3) Nilai perusahaan adalah suatu harga yang akan dibayar oleh pembeli apabila nantinya perusahaan dijual yang diukur dengan *Price Book Value, Price Earning Ratio, dan Market to Book Value* dengan periode penelitian tahun 2009-2011. Rumus dari masing-masing *proxy* nilai perusahaan adalah:

$$PBV = \frac{\text{Harga saham perusahaan}}{\text{EV perusahaan}}$$

$$PER = \frac{\text{Harga saham perusahaan}}{\text{EPS perusahaan}}$$

$$MBV = \frac{\text{Harga saham per saham}}{\text{Nilai buku per saham}}$$

Teknik analisis data yang akan digunakan adalah:

1). Analisis faktor.

Sebelum memasuki uji asumsi klasik, masing-masing *proxy* dari variabel penelitian difaktorkan untuk mendapatkan *proxy* yang tepat dengan melihat nilai signifikansi tertinggi.

2) Uji asumsi klasik

Setelah diperoleh *proxy* yang memiliki nilai signifikansi tertinggi, maka dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas dengan menggunakan uji *Kolmogorov Sminarnov*, uji autokorelasi dengan menggunakan uji *Durbin Watson*, uji multikolinearitas dengan melihat nilai *Varian Inflation Factor* dan *Tolerance*, serta uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji *Glejser*.

3) Analisis jalur. Setelah semua variabel lolos uji asumsi klasik, lalu dianalisis dengan menggunakan analisis jalur dengan model analisis sebagai berikut:

$$Y_1 = e_1 + P_1 X$$

$$Y_2 = e_2 + P_2 X + P_6 Y_1$$

$$Y_3 = e_3 + P_3 X + P_4 Y_1 + P_5 Y_2$$

Keterangan :

X = keputusan investasi

Y₁ = kebijakan dividen

Y₂ = keputusan pendanaan

Y₃ = nilai perusahaan

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Faktor

Penelitian ini menggunakan ukuran variabel lebih dari satu, untuk mendapatkan *proxy* yang tepat untuk mewakili suatu variabel digunakan analisis faktor. Rekapitulasi analisis faktor disajikan pada Tabel 1.

Berdasarkan Tabel 1, dapat dilihat bahwa *proxy* keputusan investasi adalah PER dengan nilai signifikansi sebesar 0,571, *proxy* kebijakan dividen adalah DPR dengan nilai signifikansi 0,693, *proxy* keputusan pendanaan adalah DAR dengan nilai signifikansi 0,609, serta *proxy* nilai perusahaan adalah PBV dengan nilai signifikansi 0,651.

Pengujian Hipotesis

Penelitian ini menggunakan teknik analisis jalur yang diselesaikan dengan regresi bertahap menggunakan bantuan SPSS. Sebelum analisis regresi dilakukan, terlebih dahulu masing-masing persamaan diuji menggunakan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas, serta uji heteroskedastisitas yang disajikan dalam Tabel 2.

Tabel 1. Rekapitulasi Analisis Faktor

Variabel	Nilai Signifikansi	Proxy yang Tepat
1. Keputusan Investasi 1) PER 2) Tobin's Q 3) ROA	0,571 0,517 0,521	PER
2. Kebijakan Dividen 1) DPR 2) Dividend Yield 3) EPS	0,693 0,571 0,582	DPR
3. Keputusan Pendanaan 1) DER 2) LDR 3) DAR	0,555 0,609 0,536	DAR
4. Nilai Perusahaan 1) PER 2) PBV 3) MBV	0,507 0,651 0,507	PBV

Sumber: hasil pengolahan data penelitian

Pada Tabel 2 kolom uji normalitas terlihat nilai masing-masing *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,391, 0,061, dan 0,371 lebih besar dari 0,05 yang mengindikasikan bahwa model persamaan regresi Y_1 , Y_2 , dan Y_3 berdistribusi normal.

Pada Tabel 2 kolom uji autokorelasi terlihat bahwa nilai *DW* persamaan regresi Y_1 sebesar 1,753 berada diantara nilai *du*=1,62 dan nilai *4-du*=2,38. Nilai *DW* persamaan regresi Y_2 sebesar 1,726 berada diantara nilai *du*=1,65 dan nilai *4-du*=2,35. Nilai *DW* persamaan regresi Y_3 sebesar 1,814 berada diantara nilai *du*=1,69 dan nilai *4-du*=2,31, sehingga persamaan regresi Y_1 , Y_2 dan Y_3 tidak mengandung gejala autokorelasi.

Pada Tabel 2 kolom uji multikolinearitas nilai *tolerance* persamaan regresi Y_2 terdiri dari X dan Y_1 masing-masing sebesar 0,204 > 10% serta nilai *VIF* sebesar 4,903 < 10. Nilai *tolerance* persamaan regresi

Y_3 terdiri dari X, Y_1 , dan Y_2 masing-masing sebesar 0,350, 0,916, dan 0,362 dimana semua nilai *tolerance* lebih besar dari 10%. Nilai *VIF* persamaan regresi Y_3 terdiri dari X, Y_1 , dan Y_2 masing-masing sebesar 2,855, 1,091, dan 2,760 dimana semua nilai *VIF* lebih besar dari 10. Hal ini mengindikasikan bahwa persamaan regresi Y_2 dan Y_3 bebas dari multikolinearitas.

Pada Tabel 2 kolom Uji Heteroskedastisitas persamaan regresi Y_1 nilai *Sig.* variabel X sebesar 0,716. Pada persamaan regresi Y_2 nilai *Sig.* variabel X dan Y_1 masing-masing sebesar 0,230 dan 0,515. Pada persamaan regresi Y_3 nilai *Sig.* variabel X, Y_1 , dan Y_2 masing-masing sebesar 0,775, 0,056, dan 0,092. Semua nilai signifikansi pada ketiga persamaan regresi tersebut lebih besar 0,05 yang mengindikasikan bawa persamaan regresi Y_1 , Y_2 , dan Y_3 tidak mengandung gejala heteroskedastisitas.

Tabel 2. Rekapitulasi Uji Asumsi Klasik

No	Persamaan	Uji Normalitas (K-S)	Uji Autokorelasi (DW)	Uji Multikolinearitas		Uji Heteroskedastisitas (Glejser)
				VIF	Tolerance	
1	$Y_1 = e_1 + P_1 X$	0,391	1,753	-	-	0,716
2	$Y_2 = e_2 + P_2 X + P_6 Y_1$	0,061	1,726	0,204	4,903	0,230 0,515
3	$Y_3 = e_3 + P_3 X + P_4 Y_1 + P_5 Y_2$	0,371	1,814	0,350 0,916 0,362	2,855 1,091 2,760	0,775 0,056 0,092

Sumber: hasil pengolahan data penelitian

Tabel 3. Rekapitulasi Analisis Jalur

Pengaruh Variabel	Pengaruh Langsung	Sig. (Sig. = 5%)	Pengaruh Tidak langsung (Melalui Kebijakan Dividen)	Pengaruh Tidak langsung (Melalui Keputusan Pendanaan)	Pengaruh Total
$X \rightarrow Y_1$	0,289	0,028	-	-	0,289
$X \rightarrow Y_2$	0,341	0,045	0,148	-	0,489
$X \rightarrow Y_3$	0,644	0,000	0,036	0,096	0,776
$Y_1 \rightarrow Y_3$	0,124	0,023	-	0,145	0,269
$Y_2 \rightarrow Y_3$	0,282	0,002	-	-	0,282
$Y_1 \rightarrow Y_2$	0,513	0,003	-	-	0,513

Sumber: data diolah dan *output* SPSS, 2013

Keterangan :

X : Keputusan Investasi
 Y_1 : Kebijakan Dividen

Y_2 : Keputusan Pendanaan
 Y_3 : Nilai Perusahaan

Analisis Jalur

Pemeriksaan Validitas Model

$$R^2_m = 1 - [(0,957)^2 \times (0,556)^2 \times (0,373)^2]$$

$$= 1 - [0,9390466333139856]$$

$$= 0,960609533666860144$$

$$= 0,960$$

Nilai determinasi total sebesar 0,960 memiliki arti bahwa nilai perusahaan sebesar 96% dipengaruhi oleh variabel keputusan investasi, kebijakan dividen, serta keputusan pendanaan, sisanya sebesar 4% dipengaruhi oleh variabel lainnya yang tidak dimasukkan ke dalam model.

Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen mengindikasikan bahwa keputusan investasi yang diterapkan oleh suatu perusahaan akan berdampak terhadap kebijakan dividen yang akan diambil perusahaan. Keputusan investasi yang diambil perusahaan apabila dinilai tepat dan menguntungkan akan berdampak juga terhadap peningkatan nilai dividen yang dibagikan kepada para pemegang sahamnya. Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Samuel and Gbegi (2010), Ardestani *et al.* (2013), Nizar (2008), dan Alam *et al.* (2012) yang menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan pendanaan mengindikasikan bahwa keputusan investasi yang diterapkan oleh perusahaan akan berdampak terhadap keputusan pendanaan yang akan dilakukan oleh perusahaan. Laba yang dihasilkan oleh perusahaan dari kegiatan investasi yang dilakukannya juga akan menjadi sumber pendanaan internal perusahaan. Namun, kebijakan dividen tidak mampu memediasi pengaruh keputusan investasi terhadap keputusan pendanaan terlihat dari koefisien pengaruh tidak langsung sebesar 0,148 kurang dari koefisien pengaruh langsung sebesar 0,341. Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Khanqah (2013), Franklin and Muthusamy (2011), dan Nadhiroh (2013) yang menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan.

Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan mengindikasikan bahwa keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan akan berdampak terhadap peningkatan atau bahkan penurunan nilai perusahaan. Semakin tinggi dividen yang dibagikan oleh perusahaan mengandung signal positif bagi para investor yang akan berdampak terhadap peningkatan nilai perusahaan, begitu pula sebaliknya. Kebijakan dividen dan keputusan pendanaan tidak mampu memediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan karena masing-masing koefisien sebesar 0,036 dan 0,096 kurang dari koefisien pengaruh langsung sebesar 0,644. Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Rizqia *et al.* (2013), Honarbakhsh *et al.* (2013), Wijaya (2010) serta Rakhimsyah dan Gunawan (2011) yang menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan mengindikasikan semakin tinggi pembayaran dividen kas suatu perusahaan akan

menimbulkan sinyal positif bagi para pemegang saham dan menyebabkan peningkatan harga saham perusahaan serta berdampak terhadap peningkatan nilai perusahaan. Keputusan pendanaan tidak mampu memediasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan terlihat dari koefisien pengaruh tidak langsung sebesar 0,145 kurang dari koefisien pengaruh langsung sebesar 0,124. Hasil dari penelitian ini mendukung hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Rizqia *et al.* (2013), Salawu *et al.* (2012), Ashamu *et al.* (2012), dan Wongso (2012) yang menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan mengindikasikan bahwa keputusan perusahaan mengenai komposisi pendanaan yang akan digunakan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Laba yang semakin besar akan berdampak pula terhadap nilai pasar saham perusahaan, sehingga hal tersebut akan berdampak terhadap peningkatan nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan maka akan menarik minat investor untuk berinvestasi. Hasil dari penelitian ini mendukung beberapa penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Moradi *et al.* (2012), Rizqia *et al.* (2013), Wijaya dkk. (2010), serta Afzal dan Rohman (2012) yang menemukan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan pendanaan, mengindikasikan bahwa kebijakan dividen yang diambil perusahaan akan mempengaruhi keputusan pendanaan yang akan diambil oleh perusahaan. Apabila perusahaan menetapkan sejumlah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen, maka jumlah laba yang ditahan perusahaan sebagai sumber pendanaan internal akan lebih sedikit. Begitu pula sebaliknya. Hasil penelitian ini mendukung hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Patra (2008) yang menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap keputusan pendanaan

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan yang dapat ditarik dari penelitian ini adalah: 1) Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, mengindikasikan bahwa semakin tinggi keputusan investasi yang diambil perusahaan maka terjadi kecenderungan perusahaan akan membagikan dividen lebih besar. 2) keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan pendanaan, mengindikasikan bahwa semakin tinggi keputusan investasi yang diambil perusahaan maka terjadi kecenderungan semakin tinggi perusahaan

menggunakan sumber pendanaan eksternal perusahaan pada kondisi tingkat pajak yang tinggi. Namun, kebijakan dividen tidak mampu memediasi pengaruh keputusan investasi terhadap keputusan pendanaan karena koefisien pengaruh tidak langsung melalui kebijakan dividen kurang dari koefisien pengaruh langsung keputusan investasi terhadap keputusan pendanaan. 3) Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, mengindikasikan bahwa semakin tinggi keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan maka terjadi kecenderungan semakin tinggi harga saham perusahaan. Namun, kebijakan dividen tidak mampu memediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan karena koefisien pengaruh tidak langsung melalui kebijakan dividen kurang dari koefisien pengaruh langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Keputusan pendanaan juga tidak mampu memediasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan karena koefisien pengaruh tidak langsung melalui keputusan pendanaan kurang dari koefisien pengaruh langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. 4) Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, mengindikasikan bahwa semakin tinggi pembagian dividen kepada pemegang saham, maka akan terjadi kecenderungan harga saham perusahaan meningkat. Namun, keputusan pendanaan tidak mampu memediasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan karena koefisien pengaruh tidak langsung melalui keputusan pendanaan kurang dari koefisien pengaruh langsung kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. 5) Keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, mengindikasikan bahwa semakin tinggi perusahaan menggunakan modal asing, maka akan terjadi kecenderungan semakin tinggi harga saham perusahaan dan 6) Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan pendanaan, mengindikasikan bahwa semakin tinggi perusahaan membagikan dividen, maka terjadi kecenderungan perusahaan menggunakan modal asing lebih besar dibandingkan penggunaan modal sendiri.

Saran yang dapat diberikan kepada pihak perusahaan, emiten, serta peneliti selanjutnya adalah: Kesatu. Investor dapat melihat variabel kebijakan dividen yang diambil serta ditetapkan oleh perusahaan sebagai salah satu dasar pertimbangan dalam melakukan investasi di perusahaan tersebut. Hasil penelitian yang diperoleh membuktikan bahwa kebijakan dividen yang diambil perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. 2. Dalam menjaga kelangsungan hidup perusahaan, maka perusahaan diharapkan melihat pentingnya pengaruh keputusan

investasi, kebijakan dividen, serta keputusan pendanaan dalam meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan diharapkan memperhatikan faktor-faktor pendukung keputusan investasi, kebijakan dividen, serta keputusan pendanaan untuk dapat mempertahankan atau meningkatkan nilai perusahaan. dan 3. Variabel dari penelitian ini hanya terbatas pada keputusan investasi, kebijakan dividen, serta keputusan pendanaan. Diharapkan peneliti selanjutnya untuk menggunakan variabel-variabel lainnya yang mempengaruhi nilai perusahaan serta memperpanjang periode penelitian.

REFERENSI

- Afzal, A., dan Rohman, A. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 1(2): h:1-9.
- Alam, Z., and Hosain, Mohammad E. 2012. Dividend Policy: A Comparative Study of UK and Bangladesh Based Companies. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR JBM)*, 1(1) : pp: 57-67.
- Ardestani, Hananeh S., Rasid, Siti Zaleha A., Basiruddin, R., and Mehri, M. 2013. Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set, and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(1): pp : 123-136.
- Ashamu, S., Abiola, J., and Bbadmus, S. 2012. Dividend Policy as Strategic Tool of Financing in Public Firms : Evidence from Nigeria. *European Scientific Journal*, 8(9) : pp: 1-24.
- Efni, Yulia., Hadiwidjojo, D., Salim, U., dan Rahayu, M. 2011. Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen: Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Sektor Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 10(1) : h : 128-141.
- Fenandar, Ganny I., Raharja, S. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 1(2) : h: 1-10.
- Franklin, Jhon S., and Muthusamy, K. 2011. Impact of Leverage on Firms Investment Decision. *International Journal of Scientific & Engineering Research*, 2(4): pp: 1-16.
- Honarbaksh, S., Birjandi, H., and Birjandi M. 2013. The Effects of Dividend Policy on Market Value on Companies Listed In Tehran Stock Exchange. *International Review of Management and Business Research*, 1(1): pp: 65-75.
- Khanqah, Vahid T., and Ahmadnia, L. 2013. The Relationship between Investment Decisions and

- Financing Decisions: Iran Evidence. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 3(3): pp : 144-150.
- Kumar, S., Anjum, B., and Nayyar, S. 2012. Financing Decisions : Studi of Pharmaceutical Companies of India. *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, 1(1): pp : 14-28.
- Lestari, Indri F., Taufik, T., dan Yusralaini. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Keputusan Investasi, dan Kepemilikan Insider terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Seluruh Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2008-2011).h: 1-15.
- Moradi, Nassim S., Aldin, Mahmood M., Heyrani, F., and Iranmhad, M. 2012. The Effect of Corporate Governance, Corporate Financing Decision and Ownership Structure on Firm Performance: A Panel Data Approach from Tehran Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 4(6) : pp: 86-93.
- Nadhiroh, U. 2013. Studi Empiris Keputusan-Keputusan Dividen, Investasi, dan Pendanaan Eksternal pada Perusahaan-Perusahaan Indonesia yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Otonomi*, 13(1): h: 91-104.
- Nizar, A. 2008. Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data. *International Journal of Business*, 13(2): pp :177-195.
- Patra, A. 2008. The Relationship among Financing Decisions, Investment Decisions, Cash Dividend and Earning for the Agregate Stock Market in Taiwan and China. *Master's Thesis* National Cheng Kung University.
- Rizqia, Dwita A., Aisjah, S., and Sumiati. 2013. Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(11) : pp: 120-130.
- Salawu, Rafiu O., Asaolu, Taiwo O., and Yinusa, Dauda O. 2012. Financial Policy and Corporate Performance: An Empirical Analysis of Nigerian Listed Companies. *International Journal of Economics and Finance*, 4(4): pp: 175-181.
- Salim, U., dan Moeljadi. 2001. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Malang : Lembaga Manajemen Fakultas Ekonomi Unibraw.
- Samuel, S.E., and Gbegi, D.O. 2010. Dividend Policy, Liquidity Constraints and Firm Investment in Nigeria: an Empirical Analysis. *Continental J. Social Sciences*, 3 : pp: 59-64.
- Sartono, Agus. 2001. *Ringkasan Teori Manajemen Keuangan (Soal dan Penyelesaian)*. Edisi ke 4. Yogyakarta : BPFE Yogyakarta.
- Shubiri, Faris N., Taleb, G., and Zoued, N. 2012. The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Empirical Investigation. *Review of International Comparative 644 Management*, 13(4): pp: 644-657.
- Sudarman. 2010. Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividend dan Kinerja Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan LQ 45 di BEI). h:1-23.
- Uwigbe, Uwalomwa *et al.* 2012. Dividend Policy and Firm Performances : A Study of Listed Firm in Nigeria. *Accounting and Management Information Systems*, 11(3) :pp: 442-454.
- Wijaya, Lihan R. 2010. Implikasi Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Tesis* Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- Wongso, A. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Struktur Kepemilikan, dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan dalam Perspektif Teori Agensi dan Teori Signaling. h: 1-6.

Index

D

dividend policy 81

E

keputusan pendanaan 83

F

firm value 81

I

financing decision 81

investment decision, 81

K

kebijakan dividen 81, 82, 83, 84, 85, 86, 87, 89, 90

Keputusan Investasi 90

keputusan investasi 81, 82, 83, 84, 85, 86, 87, 88, 89, 90

keputusan pendanaan 81, 82, 84, 85, 86, 87, 88, 89, 90

keputusan pendanaan. 83

N

nilai perusahaan 81, 83, 84, 86, 87, 88, 89