



MediaTrend 13 (2) 2018 p. 199-218

Media Trend

Berkala Kajian Ekonomi dan Studi Pembangunan

<http://journal.trunojoyo.ac.id/mediatrend>



Pengaruh Keputusan Pendanaan dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel *Intervening* pada Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Nyayu Khairani Putri^{1*}, Isnurhadi², Yuliani³

^{1,2,3} Magister Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya Palembang

Informasi Artikel

Sejarah artikel:
Diterima Juni 2018
Disetujui Oktober 2018
Dipublikasikan Oktober 2018

Keywords:
Funding Decision,
Investment Decision,
Dividend Policy,
The Value of the Company.

ABSTRACT

The purpose in this research is aims the influence funding decision and investment decision on the value of the company with dividend policy as intervening variables on manufacture company at Indonesian Stock Exchange. Sample in this study were 50 companies in manufacture sector in period 2013-2016. Samples were chosen by using purposive sampling. Data were analyzed by using path analysis. The result of the research showed; funding decision (DER), investment decision (MBVA), and dividend policy (DPR) has positive and significant effect on the value of the company (PBV). Funding decision (DER) have negative and significant effect on dividend policy (DPR). Investment decision (MBVA) has positive and significant effect on dividend policy (DPR). Dividend policy (DPR) is able to partial mediation the effect of funding decision (DER) and investment decision (MBVA) on the value of the company (PBV).

© 2018 MediaTrend

Penulis korespondensi:
E-mail: nyayukhairani@yahoo.com

DOI: <http://dx.doi.org/10.21107/mediatrend.v13i2.4023>
2460-7649 © 2018 MediaTrend. All rights reserved.
Terakreditasi Kemenristekdikti Nomor 21/E/KPT/2018

Pendahuluan

Suatu instansi dalam mendirikan perusahaan harus memiliki tujuan yang jelas. Tujuan perusahaan tersebut antara lain mendapat keuntungan yang maksimal, ingin memakmurkan pemilik perusahaan dan mengoptimalkan nilai perusahaan yang dapat dilihat dari harga sahamnya. Nilai perusahaan mencerminkan nilai saat ini dari pendapatan yang diinginkan dimasa mendatang dan indikator bagi pasar dalam menilai perusahaan secara keseluruhan (Kusumadilaga, 2010). Melaksanakan fungsi manajemen keuangan merupakan hal yang dapat dilakukan untuk mencapai tujuan perusahaan. Kombinasi optimal dari keputusan manajemen dapat mengoptimalkan nilai perusahaan yang akan mempengaruhi kemakmuran pemegang saham (Niake, 2010).

Nilai pasar dari suatu ekuitas perusahaan ditambah nilai pasar hutang merupakan nilai perusahaan dimana adanya penambahan hutang dari jumlah ekuitas maka dapat mencerminkan nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian Wahyuni (2013), ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, diantaranya: keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan deviden, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan kepemilikan institusional. Beberapa faktor tersebut memiliki hubungan dan pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tidak konsisten.

Indonesia sebagai negara yang sedang berkembang menunjukkan fenomena yang menarik, yaitu dengan adanya tingkat utang yang tinggi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Apabila kondisi ekonomi menurun, maka tingkat resiko yang muncul akan sangat besar. Fenomena ini menunjukkan bahwa sumber pendanaan perusahaan jangka panjang sangat bergantung dengan hutang. Menurut Brigham dan Houston (2011:153) bahwa perusahaan yang sedang berkembang membutuhkan modal yang dapat berasal dari

hutang maupun ekuitas. Tingginya tingkat hutang perusahaan akan memberikan konsekuensi resiko yang tinggi. Perusahaan yang sumber dananya berasal dari hutang mengalami banyak kemunduran kerja. Tidak sedikit perusahaan yang menjadi kesulitan memperoleh dana untuk menjalankan kegiatan operasionalnya dan mengalami kesulitan likuiditas.

Keputusan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan salah satunya adalah keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan merupakan suatu keputusan yang sangat penting bagi perusahaan karena menyangkut perolehan sumber dana untuk kegiatan operasional dan untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan. Dalam hal ini keputusan pendanaan dan keputusan investasi saling berhubungan. Sumber pendanaan dalam perusahaan dapat diperoleh dari dalam atau luar perusahaan. Dana yang berasal dari dalam perusahaan yaitu laba ditahan dan dana yang berasal dari luar perusahaan yaitu hutang.

Para manajer keuangan harus memilih struktur permodalan yang memaksimalkan nilai suatu perusahaan. Perusahaan harus dapat mencari bauran pendanaan (*financing mix*) yang tepat agar tercapai struktur modal yang optimal yang secara langsung akan mempengaruhi nilai perusahaan (Ross *et al.*, 2009). Dalam hal keputusan pendanaan, pertanyaan yang sering muncul adalah bagaimana perusahaan mendapatkan dana usaha. Apakah dana yang dipergunakan sebaiknya berasal dari internal perusahaan atau berasal dari eksternal perusahaan. Jika dipakai kedua-duanya, maka proporsi manakah yang tepat antara dana *internal* (modal) dengan dana *eksternal* (hutang) untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan penelitian Saetini dan Purbawangsa (2014) menunjukkan hasil penelitian yaitu keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Keputusan pendanaan lebih banyak menggunakan pendanaan

melalui ekuitas daripada menggunakan pendanaan melalui hutang. Hasil penelitian dari Fenandar dan Raharja (2012) sebaliknya menyatakan bahwa keputusan pendanaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti keputusan pendanaan yang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, artinya tinggi rendahnya *debt to equity ratio* pada perusahaan tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

Keputusan lain yang berkenaan dengan nilai perusahaan adalah keputusan investasi. Melakukan kegiatan investasi merupakan keputusan tersulit bagi manajemen perusahaan karena akan mempengaruhi nilai perusahaan (Vranakis and Prodromos, 2012). Tujuan dilakukannya keputusan investasi adalah mendapat laba yang besar dengan risiko yang dapat dikelola dengan harapan dapat mengoptimalkan nilai perusahaan (Afzal dan Abdul, 2012). Keputusan investasi adalah keputusan yang mencerminkan kesempatan investasi di masa yang akan datang (*investment opportunity*), yaitu melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi. Implikasi bagi perusahaan adalah perusahaan harus merencanakan untuk mengambil keputusan investasi melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi (Husnan, 2010).

Menurut Manurung (2012), keputusan investasi akan berdampak pada kinerja perusahaan dalam jangka panjang sementara manajemen memiliki kebebasan yang sangat besar dalam penggunaan kas perusahaan. Menyadari hal ini maka beberapa peneliti mencoba mengembangkan model *signaling* dimana investasi modal merupakan suatu sinyal yang dapat digunakan oleh manajer yang menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek

kinerja yang tinggi yang tercermin melalui nilai perusahaan.

Penelitian mengenai dampak set kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Hasnawati (2005). Penelitian ini menunjukkan Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian lainnya juga dilakukan oleh Anugrah (2005) yang penelitiannya menghasilkan adanya pengaruh yang signifikan dari IOS terhadap nilai perusahaan. Kesempatan berinvestasi yang akan menimbulkan nilai di masa mendatang akan sangat dipengaruhi oleh karena investasi yang dilakukan perusahaan. Hasil penelitian ini berhasil menemukan nilai IOS yang tinggi terbukti memiliki nilai perusahaan yang tinggi pada periode berjalan maupun pada periode yang akan datang.

Kebijakan lain yang berkenaan dengan nilai perusahaan adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan faktor *intervening* dalam penelitian ini. Kemampuan perusahaan dalam membayar dividen dapat mencerminkan nilai perusahaan. Jika pembayaran dividen tinggi, maka harga saham juga tinggi yang berdampak pada tingginya nilai perusahaan begitu juga sebaliknya (Susanti, 2010). Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan yang paling penting (Murekefu and Ochuodho, 2012). Okpara (2012) menjelaskan tentang kekhawatiran yang dihadapi oleh perusahaan dalam kebijakan dividen adalah seberapa banyak pendapatan yang bisa dibayarkan sebagai dividen dan seberapa banyak dapat dipertahankan, karena terkadang pembagian dividen bagi sebagian investor bukanlah sinyal positif. Investor menganggap manajer perusahaan tidak peka pada peluang investasi yang akan mendatangkan keuntungan namun lebih memilih membagikan dividen. Sehingga, nilai perusahaan dapat turun karena kurangnya keinginan pemegang saham untuk menanamkan modalnya pada per-

sahaan tersebut. Dalam penelitian ini kebijakan dividen diukur dengan DPR (*dividend payout ratio*). Fenandar dan Surya (2012) menemukan hasil bahwa adanya pengaruh positif dan signifikan antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Namun, perbedaan hasil penelitian ditemukan oleh Mardiyanti, dkk. (2012) dimana kebijakan dividen memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Deviana dan Fitria (2017) menemukan keputusan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sehingga kebijakan dividen tidak dapat memediasi keputusan perusahaan terhadap nilai perusahaan. Yuliana (2017) menemukan kebijakan dividen dapat moderasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan.

Bedasarkan uraian yang telah dikemukakan diatas, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh keputusan pendanaan dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Landasan Teori

Teori Tobin's-Q

Tobin's Q menjelaskan bahwa nilai dari suatu perusahaan merupakan nilai kombinasi dari aktiva berwujud dengan aktiva tak berwujudnya. Nilai Tobin's Q untuk perusahaan yang rendah yaitu antara 0 sampai 1 menunjukkan bahwa biaya penggantian aktiva perusahaan lebih besar dibandingkan dengan nilai pasar perusahaan tersebut yang berarti pasar menilai kurang perusahaan tersebut. Nilai Tobin's Q untuk perusahaan yang tinggi yaitu lebih dari 1 menunjukkan bahwa nilai perusahaan lebih besar dibandingkan dengan nilai aktiva perusahaan yang tercatat yang berarti masih ada beberapa aktiva perusahaan yang tidak terukur atau tercatat.

Teori Signalling

Mogdiliani dan Miller mengasumsikan bahwa investor dan manajer memiliki informasi yang sama mengenai prospek perusahaan yang disebut dengan informasi simetris (*symmetric information*). Namun, pada kenyataannya manajer memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan investor. Hal ini disebut dengan informasi asimetris (*asymmetric information*) dimana hal tersebut dapat berpengaruh terhadap struktur modal yang optimal. *Signaling theory* merupakan penyelesaian dari asimetri informasi (Alivia, 2013).

Trade-Off Theory

Teori ini membahas tentang hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Model *trade-off* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang dengan biaya yang akan timbul sebagai akibat penggunaan hutang tersebut. Esensi *trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat lebih besar, tambahan utang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperbolehkan.

Teori Bird in The Hand

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon (1959) dan John Lintner (1956) yang berpendapat bahwa ekuitas atau nilai perusahaan akan turun apabila rasio pembayaran dividen diturunkan, karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan seandainya para investor menerima dividen (Atmaja, 2008). Gordon dan Lintner berpendapat bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai

pendapatan yang diharapkan dari dividen daripada pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Husnan, 2002). Nilai perusahaan sering dikaitkan dengan harga saham. Semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi pula nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2011).

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan merupakan keputusan mengenai sumber dana yang akan digunakan oleh perusahaan. Sumber dana terbagi dua, yaitu sumber dana internal dan sumber dana eksternal. Sumber dana eksternal yang digunakan oleh perusahaan adalah hutang dan modal sendiri. Untuk menentukan komposisi pendanaan yang optimal yang nantinya dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas.

Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan keputusan yang menyangkut mengenai menanamkan modal dimasa sekarang untuk mendapatkan hasil atau keuntungan di masa yang akan datang. Menurut Gaver dan Kenneth (Hasnawati, 2005:118) *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen dimasa yang akan datang, dimana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang besar.

Proksi IOS yang dipilih dalam penelitian ini adalah proksi IOS yang digunakan oleh Gaver dan Kenneth (1993) yang merupakan proksi IOS yang paling valid sebagai proksi pertumbuhan. Proksi

tersebut adalah rasio *market to book value of asset* (MBVA). *Rasio Market to Book Value of Asset* merupakan proksi IOS berdasarkan harga. Proksi ini digunakan untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya asset yang digunakan dalam menjalankan usahanya. Bagi para investor, proksi ini menjadi bahan pertimbangan dalam penilaian kondisi perusahaan. Semakin tinggi MBVA semakin besar asset yang digunakan perusahaan dalam usahanya, semakin besar kemungkinan harga sahamnya akan meningkat, *return* saham pun meningkat.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya akan mengurangi total sumber dana intern atau *internal financing* (Sartono, 2001).

Pengembangan Hipotesis dengan Hubungan Antar Variabel Pengaruh Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan

Hutang yang tinggi mengindikasikan tingkat risiko yang tinggi pula. Dalam teori struktur modal, kebijakan struktur modal melibatkan pertimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian yaitu dengan menggunakan lebih banyak hutang yang berarti akan memperbesar risiko yang ditanggung pemegang saham namun menggunakan lebih banyak hutang juga dapat memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan investor. Sesuai dengan teori *risk and return*, semakin tinggi tingkat risiko suatu perusahaan maka akan semakin besar return yang diinginkan oleh investor. Apabila risiko yang semakin tinggi

tidak diimbangi dengan *return* yang tinggi pula, maka tidak akan pernah ada investor yang mau berinvestasi di perusahaan tersebut. *Return* perusahaan bisa berupa dividen ataupun *capital gain*. Namun berdasarkan pada *bird-in the hand theory*, investor lebih menyukai dividen dibandingkan dengan *capital gain*.

Keputusan Pendanaan yang tinggi memperlihatkan nilai hutang yang besar, dengan hutang yang besar, dimana hutang tersebut dapat dijadikan sebagai modal dalam kegiatan operasi perusahaan untuk mendapatkan laba yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan (Rakhimsyah dan Barbara, 2011). Keputusan Pendanaan yang tinggi juga mencerminkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai rencana investasi jangka panjang yang baik di masa mendatang (Prasetyo, dkk, 2012).

Pada penelitian yang dilakukan oleh Qodariah (2013) menyatakan bahwa Keputusan Pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan H_1 : Keputusan Pendanaan berpengaruh secara langsung berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

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. Subekti menyatakan bahwa perusahaan adalah kombinasi antara nilai aktiva riil (*asset in place*) dengan pilihan investasi

di masa yang akan datang (Rhakimsyah dan Gunawan, 2011). 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 kesempitan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Honarbakhsh *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.

H_2 : Keputusan Investasi berpengaruh secara langsung berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen merupakan keputusan keuangan yang dilakukan oleh perusahaan apakah laba yang didapatkan akan dibagikan kepada pemegang saham atau ditahan sebagai laba ditahan. Kebijakan dividen sering kali menimbulkan konflik kepentingan antara pihak manajemen perusahaan dengan pihak investor. *Bird in the hand theory* menyatakan bahwa in-

vestor lebih tertarik terhadap perusahaan yang membagikan dividen (Wiagustini, 2010:262). Pembagian dividen yang dilakukan perusahaan dianggap menjadi sinyal positif oleh para investor untuk menanamkan modal, karena investor lebih suka pada return yang pasti pada investasinya. Perusahaan yang membagikan dividen akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya. Dengan banyaknya investor yang membeli saham maka akan menaikkan harga saham sehingga meningkatkan nilai perusahaan.

Novita (2014), Sugiarto (2011) dan Fenandar (2012) menyatakan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian serupa juga diungkap oleh Wijaya (2010). Hal ini berarti dengan membagikan dividen akan meningkatkan nilai perusahaan.

H_3 : Kebijakan Dividen berpengaruh secara langsung berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Keputusan Pendanaan Terhadap Kebijakan Dividen

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa jika arus kas bebas digunakan untuk berinvestasi, maka angka hutang dan juga pembagian dividen menjadi turun. Rasio hutang-ekuitas yang tinggi dapat mengurangi kesempatan investasi perusahaan dan juga menurunkan rasio pembayaran dividen.

Jika rasio hutang-ekuitas perusahaan tinggi, maka perusahaan akan dibebani dengan biaya hutang dan biaya keagenan yang besar, sehingga alokasi dana untuk pembayaran dividen akan kecil. Dari penjelasan ini dapat diketahui bahwa ketika rasio hutang-ekuitas perusahaan tinggi, maka rasio pembayaran dividen akan menurun.

H_4 : Keputusan Pendanaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen

Smith dan Watts (1992) menggunakan data level industri dalam menganalisa hubungan antara set kesempatan investasi dengan kebijakan pendanaan perusahaan, dividen, dan kompensasi. Hasil yang ditemukan menunjukkan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi menggunakan hutang yang lebih kecil dalam struktur modalnya dan membayar dividen lebih kecil.

Dalam penelitian Gaver dan Gaver (1993) dalam Sugiarto (2009) yang menggunakan data pada level perusahaan, serta menggunakan gabungan enam proksi untuk mengukur set kesempatan investasi, menemukan hasil yang sejalan dengan penelitian Smith dan Watts (1992) bahwa perusahaan bertumbuh memiliki DER dan tingkat imbal hasil dividen (*dividend yield*) yang lebih rendah dibanding perusahaan yang tidak bertumbuh.

Gaver dan Gaver juga menguji hubungan los dengan kebijakan dividen dengan menggunakan DPR dan tingkat imbal hasil dividen sebagai proksi kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat imbal hasil dividen memiliki hubungan negatif signifikan dengan IOS, namun hubungan IOS dengan DPR tidak signifikan. Hasil penelitian Jones dan Sharma (2001) konsisten dengan penelitian Gaver dan Gaver bahwa perusahaan bertumbuh memiliki DER dan tingkat imbal hasil dividen lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan tidak bertumbuh. Myers dan Majluf (1984) mengemukakan bahwa perusahaan yang *profitable* (IOS tinggi) mempunyai dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka mendapatkan dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya.

Dari uraian tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa jika DPR perusahaan tinggi maka IOS akan turun.

H_5 : Keputusan Investasi berpengaruh sig-

nifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel *Intervening*

Sebagaimana penjelasan sebelumnya, bahwa para manajer keuangan harus memilih struktur permodalan yang memaksimalkan nilai suatu perusahaan. Perusahaan harus dapat mencari bauran pendanaan (*financing mix*) yang tepat agar tercapai struktur modal yang optimal yang secara langsung akan mempengaruhi nilai perusahaan (Ross et al., 2009). Dalam hal keputusan pendanaan, pertanyaan yang sering muncul adalah bagaimana perusahaan mendapatkan dana usaha. Apakah dana yang dipergunakan sebaiknya berasal dari internal perusahaan atau berasal dari eksternal perusahaan. Jika dipakai kedua-duanya, maka proporsi manakah yang tepat antara dana *internal* (modal) dengan dana *eksternal* (hutang) untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Pada tahun 1977, Ross menyatakan bahwa perusahaan yang bagus kinerjanya dapat memberi sinyal pada berupa porsi hutang yang tinggi pada struktur modalnya. Perusahaan yang kurang baik kinerjanya tidak akan berani memakai hutang dalam jumlah yang besar karena peluang kebangkrutannya akan tinggi (Sugiarto, 2009). Menurut Brigham dan Houston (2001) peningkatan hutang dapat diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang, sehingga peningkatan hutang tersebut akan direpson positif oleh pasar.

Pada hipotesis sebelumnya juga telah dijelaskan bahwa satu keputusan finansial akan mempengaruhi keputusan finansial lainnya (Fama dan French, 1998). Begitu pula dengan keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa jika arus kas bebas digunakan untuk berinvestasi, maka rasio pembagian dividen

menjadi turun. Rasio hutang-ekuitas yang tinggi dapat menurunkan rasio pembayaran dividen. Jika rasio hutang-ekuitas perusahaan tinggi, maka perusahaan akan dibebani dengan biaya hutang dan biaya keagenan yang besar, sehingga alokasi dana untuk pembayaran dividen akan kecil.

Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari keputusan pendanaan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Dengan demikian, diduga bahwa kebijakan dividen dapat menjadi variabel *intervening* antara keputusan pendanaan dan nilai perusahaan.

H_6 : Kebijakan Dividen mampu memediasi keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel *Intervening*

Keputusan investasi adalah keputusan yang mencerminkan kesempatan investasi di masa yang akan datang (*investment opportunity*), yaitu melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi. Implikasi bagi perusahaan adalah perusahaan harus merencanakan untuk mengambil keputusan investasi melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi (Husnan, 2010).

Menurut Manurung (2012), keputusan investasi akan berdampak pada kinerja perusahaan dalam jangka panjang sementara manajemen memiliki kebebasan yang sangat besar dalam penggunaan kas perusahaan. Menyadari hal ini maka beberapa peneliti mencoba mengembangkan model signaling dimana investasi modal merupakan suatu sinyal yang dapat digunakan oleh manajer yang menunjukkan bahwa

perusahaan memiliki prospek kinerja yang tinggi yang tercermin melalui nilai perusahaan.

Penelitian mengenai dampak set kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Hasnawati (2005). Penelitian ini menunjukkan Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25 persen. Penelitian lainnya juga dilakukan oleh Anugrah (2005) yang penelitiannya menghasilkan adanya pengaruh yang signifikan dari IOS terhadap nilai perusahaan. Kesempatan berinvestasi yang akan menimbulkan nilai di masa mendatang akan sangat dipengaruhi oleh karena investasi yang dilakukan perusahaan. Hasil penelitian ini berhasil menemukan nilai IOS yang tinggi terbukti memiliki nilai perusahaan yang tinggi pada periode berjalan maupun pada periode yang akan datang.

Wijaya, Bandi dan wibawa (2010) meneliti mengenai pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini memberikan konfirmasi empiris bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi tersebut adalah keputusan yang mencerminkan kesempatan investasi di masa yang akan datang, yaitu melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi.

Implikasi bagi perusahaan adalah perusahaan harus merencanakan untuk mengambil keputusan investasi melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi. Apabila perusahaan mampu memaksimumkan kemampuannya melalui investasi-investasi tersebut dalam menghasilkan laba sesuai dengan jumlah dana yang terikat, maka dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Selanjutnya mengenai keterkaitan antara keputusan investasi dan kebijakan

dividen yang jika diteliti lebih lanjut, maka dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh antara keputusan investasi dan kebijakan dividen. Smith dan Watts (1992) menggunakan data level industri dalam menganalisa hubungan antara set kesempatan investasi dengan kebijakan pendanaan perusahaan, deviden, dan kompensasi. Hasil yang ditemukan menunjukkan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi membayar dividen lebih kecil.

Dalam penelitian Gaver dan Gaver (1993) yang menggunakan data pada level perusahaan, serta menggunakan gabungan enam proksi untuk mengukur set kesempatan investasi, menemukan hasil yang sejalan dengan penelitian Smith dan Watts (1992) bahwa perusahaan bertumbuh memiliki DER dan tingkat imbal hasil dividen (*dividend yield*) yang lebih rendah dibanding perusahaan yang tidak bertumbuh. Gaver dan Gaver juga menguji hubungan IOS dengan kebijakan dividen dengan menggunakan DPR dan tingkat imbal hasil dividen sebagai proksi kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat imbal hasil dividen memiliki hubungan negatif signifikan dengan IOS, namun hubungan IOS dengan DPR tidak signifikan.

Hasil penelitian Jones dan Sharma (2001) konsisten dengan penelitian Gaver dan Gaver bahwa perusahaan bertumbuh memiliki DER dan tingkat imbal hasil dividen lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan tidak bertumbuh. Myers dan Majluf (1984) mengemukakan bahwa perusahaan yang *profitable* (IOS tinggi) mempunyai dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka mendapatkan dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya.

Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari keputusan investasi terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Dengan demikian, diduga bahwa kebijakan dividen dapat menjadi

variabel *intervening* antara keputusan investasi dan nilai perusahaan.

H_7 : Kebijakan Dividen mampu memediasi keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

Metodologi Penelitian

Dalam penelitian ini ruang lingkup permasalahan yang akan dibahas adalah Pengaruh Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Keputusan Investasi Sebagai Variabel Intervening Pada Sektor Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia selama 2013-2016.

Populasi yang digunakan adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013-2016 yaitu berjumlah 150 perusahaan. Sampel ditentukan ber-

dasarkan teknik *purposive sampling*, sehingga diperoleh sampel sebanyak 50 perusahaan. Jenis data yang digunakan adalah data penelitian kuantitatif. Sumber data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh melalui website resmi BEI (www.idx.co.id). Teknik pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi berupa laporan keuangan perusahaan. Metode analisis data dalam penelitian ini menggunakan statistik deskriptif dengan data kuantitatif, analisis statistik inferensial (uji linieritas, uji normalitas, multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, uji autokorelasi, uji *goodness of fit model*), analisis jalur (*path analysis*), uji hipotesis penelitian (uji statistik F, uji statistik T, dan koefisien determinasi total), perhitungan langsung dan tidak langsung dan uji *sobel-test*.

Tabel 1
Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

No.	Variabel Penelitian	Definisi Operasional	Skala Pengukuran	Indikator/Rumus
1.	Keputusan Pendanaan (X_1)	Rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas. Semakin rendah rasio DER, semakin tinggi tingkat pendanaan perusahaan yang disediakan oleh pemegang saham, dan semakin besar perlindungan bagi kreditor jika terjadi penyusutan nilai aktiva atau kerugian besar.	Rasio	$Debt\ to\ Equity\ Ratio = \frac{Total\ Hutang}{Total\ Ekuitas}$
2.	Keputusan Investasi (X_2)	Merupakan keputusan yang berkaitan dengan penanaman dana baik dalam bentuk riil assets maupun financial assets.	Rasio	$MV/BVA = \frac{Total\ Aktiva - Total\ Ekuitas + (lembar\ saham\ beredar \times closing\ price)}{Total\ Aset}$
3.	Nilai Perusahaan (Z)	Lazim diindikasikan dengan harga saham yang merupakan perbandingan nilai pasar suatu saham terhadap nilai buku perusahaan tersebut sehingga dapat diukur tingkat harga sahamnya.	Rasio	$Price\ Book\ Value = \frac{Harga\ Pasar\ Saham}{Nilai\ Buku\ perlembar\ Saham}$
4.	Kebijakan Dividen (Y)	Berhubungan dengan penentuan persentase dari keuntungan neto yang akan dibayarkan sebagai <i>cash dividend</i> .	Rasio	$DPR = \frac{Dividen\ Per\ Share}{Earning\ Per\ Share}$

Sumber: diolah peneliti

Hasil dan Pembahasan Uji Linieritas

Hasil pemeriksaan asumsi linieritas untuk setiap hubungan antar variabel disajikan dalam Tabel 2. Tabel 2 menunjukkan bahwa keputusan semua bentuk hubungan antar variabel dalam model struktural adalah linier.

$$\begin{aligned}
 Q2 &= 1 - (1-R12)(1-R22) (1-R32) \\
 &= 1 - (1 - 0,446)(1-0,784)(1-0,326) \\
 &= 0,92
 \end{aligned}$$

Nilai Q2 diperoleh sebesar 0,92 dapat diartikan bahwa model yang digunakan untuk memprediksi variabel endogen layak digunakan sebagai dasar

Tabel 2
Hasil Pengujian Asumsi Linieritas

Variabel Independen	Variabel Dependen	Hasil Pengujian ($\alpha = 0.05$)	Sig.	Keputusan
DER	DPR	Semua model signifikan	0.000	Linier
MBVA	DPR	Semua model signifikan	0.000	Linier
DER	PBV	Semua model signifikan	0.001	Linier
MBVA	PBV	Semua model signifikan	0.000	Linier
DPR	PBV	Semua model signifikan	0.005	Linier

Sumber: diolah peneliti

Uji Goodness of Fit Model

Hasil pemeriksaan *goodness of fit model* dapat terpenuhi jika didukung oleh perhitungan data yang valid. *Goodness of fit model* struktural pada analisis berupa nilai koefisien determinasi total (R^2_m). Nilai ini dihitung berdasarkan nilai R2 masing-masing variabel dependen. Dari hasil pengolahan data didapatkan bahwa nilai R2 kebijakan dividen dan nilai R2 nilai perusahaan adalah sebesar 0,446 dan 0,789. Berdasarkan R2 masing-masing variabel dependen maka dapat dihitung nilai *predictive-relevance* (Q2):

pengujian hipotesis. Nilai koefisien determinasi total sebesar 92 % merupakan nilai yang baik dan akurat untuk memprediksi nilai perusahaan, sisanya 8 % tidak masuk dalam model penelitian ini.

Hasil Pengujian Hipotesis

Adapun hasil hipotesis penelitian tersaji pada tabel 3.

Tabel 3
Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian

Variabel Independen	Variabel Mediasi	Variabel Dependen	Koefisien Jalur	p-value	Keterangan
DER		PBV	0.200	0.000	Signifikan
MBVA		PBV	0.866	0.000	Signifikan
DPR		PBV	0.326	0.000	Signifikan
DER		DPR	-0.276	0.000	Signifikan
MBVA		DPR	0.237	0.002	Signifikan
DER	DPR	PBV	0.111	0.003	Mediasi Parsial
MBVA	DPR	PBV	0.943	0.007	Mediasi Parsial

Signifikan pada = 5%

Keterangan: DER: keputusan pendanaan; MBVA: keputusan investasi; DPR: kebijakan dividen; PBV: nilai perusahaan

Sumber: diolah peneliti

Pembahasan Keputusan Pendanaan Berpengaruh Positif dan Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis regresi diperoleh bahwa Hipotesis 1 (H_1) diterima dengan koefisien regresi bertanda positif, maka dapat disimpulkan keputusan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga dengan meningkatnya keputusan pendanaan maka akan diikuti dengan peningkatan pada nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan teori *trade-off* yang memprediksi hubungan positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan dengan asumsi keuntungan pajak masih lebih besar dari biaya ke-pailitan dan biaya keagenen. Pada intinya teori *trade-off* menunjukkan bahwa nilai perusahaan dengan hutang akan semakin meningkat dengan meningkatnya pula tingkat hutang. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru menurunkan nilai perusahaan.

Hutang yang tinggi mengindikasikan tingkat risiko yang tinggi pula. Dalam teori struktur modal, kebijakan struktur modal melibatkan pertimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian yaitu dengan menggunakan lebih banyak hutang yang berarti akan memperbesar risiko yang ditanggung pemegang saham namun menggunakan lebih banyak hutang juga dapat memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan investor. Sesuai dengan teori *risk and return*, semakin tinggi tingkat risiko suatu perusahaan maka akan semakin besar *return* yang diinginkan oleh investor. Apabila risiko yang semakin tinggi tidak diimbangi dengan *return* yang tinggi pula, maka tidak akan pernah ada investor yang mau berinvestasi di perusahaan tersebut. *Return* perusahaan bisa berupa dividen ataupun *capital gain*. Namun berdasarkan pada *bird-in the hand theory*, investor lebih menyukai dividen dibanding-

kan dengan *capital gain*.

Keputusan Pendanaan yang tinggi memperlihatkan nilai hutang yang besar, dengan hutang yang besar, dimana hutang tersebut dapat dijadikan sebagai modal dalam kegiatan operasi perusahaan untuk mendapatkan laba yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan (Rakhimsyah dan Barbara, 2011). Keputusan Pendanaan yang tinggi juga mencerminkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai rencana investasi jangka panjang yang baik di masa mendatang (Prasetyo, dkk, 2012).

Kesimpulan yang didapatkan dari hasil penelitian Qodariah (2013), Antwi, dkk (2012), Arifah dan Roifah (2013), Saetini dan Purbawangsa (2014) menyatakan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Hasil yang sama juga didapatkan pada penelitian, yaitu keputusan pendanaan berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan.

Keputusan Investasi Berpengaruh Positif dan Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis regresi diperoleh bahwa Hipotesis 2 (H_2) diterima dengan koefisien regresi bertanda positif, maka dapat disimpulkan keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga dengan meningkatnya keputusan investasi maka akan diikuti dengan peningkatan pada nilai perusahaan.

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. Subekti menyatakan bahwa perusahaan adalah kombinasi antara nilai aktiva riil (*asset in place*) dengan pilihan investasi di masa yang akan datang (Rhakimsyah dan Gunawan, 2011). Keputusan investasi yang tepat akan meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

Hasil temuan penelitian mendukung teori sinyal (*signaling theory*), yaitu dengan adanya teori tersebut karena keputusan investasi yang dicerminkan oleh MBVA 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.

Menurut penelitian yang dilakukan Saetini dan Purbawangsa (2014), Puspitaningtyas, dkk (2014), Fajriana dan Priantinah (2016), Deviana dan Fitria (2017) bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil yang sama juga didapatkan pada penelitian, yaitu keputusan investasi berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan Dividen Berpengaruh Positif dan Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis regresi diperoleh bahwa Hipotesis 3 (H_3) diterima dengan koefisien regresi bertanda positif, maka dapat disimpulkan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga dengan meningkatnya kebijakan dividen maka akan diikuti dengan peningkatan pada nilai perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan keputusan keuangan yang dilakukan oleh perusahaan apakah laba yang didapatkan akan dibagikan kepada pemegang saham atau ditahan sebagai laba ditahan. Kebijakan dividen sering kali menimbulkan konflik kepentingan antara pihak manajemen perusahaan dengan pihak investor. *Bird in the hand theory* menyatakan bahwa investor lebih tertarik terhadap perusahaan yang membagikan dividen (Wiagustini, 2010:262). Pembagian dividen yang dilakukan perusahaan dianggap menjadi sinyal positif oleh para investor untuk menanamkan modal, karena investor lebih suka pada *return* yang pasti pada investasinya. Perusahaan yang membagikan dividen akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya. Dengan banyaknya investor yang membeli saham maka akan menaikkan harga saham sehingga meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut penelitian yang dilakukan Anton (2016), Clementen dan Priyadi (2016), Fitriana (2014), Saetini dan Purbawangsa (2014), Fenandar (2012) bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil yang sama juga didapatkan pada penelitian, yaitu kebijakan dividen berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan.

Keputusan Pendanaan Berpengaruh Negatif dan Signifikan Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil analisis regresi diperoleh bahwa Hipotesis 4 (H_4) diterima dengan koefisien regresi bertanda negatif, maka dapat disimpulkan keputusan pendanaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga dengan menurunnya keputusan pendanaan maka akan diikuti dengan peningkatan pada kebijakan dividen.

Pengaruh negatif keputusan pendanaan terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa teori *trade-off* (Modigliani

& Miller, 1963) berlaku pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013-2016, dimana utang yang melebihi batas optimal menunjukkan utang yang terlalu tinggi dan menyebabkan perusahaan memiliki risiko gagal bayar yang lebih tinggi sehingga semakin tinggi kemungkinan kebangkrutan. Semakin meningkatnya DER maka semakin besar beban utang yang harus dibayar perusahaan sehingga akan menurunkan profit perusahaan sedangkan profit lebih dahulu digunakan untuk melunasi utang daripada membayarkan dividen.

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa jika arus kas bebas digunakan untuk berinvestasi, maka angka hutang dan juga pembagian dividen menjadi turun. Rasio hutang-ekuitas yang tinggi dapat mengurangi kesempatan investasi perusahaan dan juga menurunkan rasio pembayaran dividen.

Jika rasio hutang-ekuitas perusahaan tinggi, maka perusahaan akan dibebani dengan biaya hutang dan biaya keagenan yang besar, sehingga alokasi dana untuk pembayaran dividen akan kecil. Dari penjelasan ini dapat diketahui bahwa ketika rasio hutang-ekuitas perusahaan tinggi, maka rasio pembayaran dividen akan menurun.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang ditemukan oleh Fitriana (2014) yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kebijakan dividen.

Keputusan Investasi Berpengaruh Positif dan Signifikan terhadap Kebijakan Dividen

Hasil analisis regresi diperoleh bahwa Hipotesis 6 (H_6) diterima dengan koefisien regresi bertanda positif, maka dapat disimpulkan keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga dengan meningkatnya keputusan investasi maka

akan diikuti dengan peningkatan pada kebijakan dividen.

Perusahaan yang memiliki nilai IOS tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Kesempatan investasi atau IOS yang tinggi dimasa depan membuat perusahaan dikatakan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi. Manajemen perusahaan ingin memberikan informasi kepada masyarakat bahwa perusahaan memiliki prospek yang bagus sehingga masyarakat lebih berminat berinvestasi kedalam perusahaan. Jika perusahaan dapat menarik masyarakat untuk berinvestasi ke dalam perusahaannya, maka perusahaan tersebut akan lebih mudah memperoleh tambahan modal guna membiayai kesempatan investasi yang ada. Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, makin besar kebutuhan akan dan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan tersebut. Makin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhannya, perusahaan tersebut biasanya lebih senang menahan "*earning*" nya dari pada dibayarkan sebagai deviden kepada para pemegang saham dengan mengingat batasan batasan biayanya. Dengan demikian dapatlah dikatakan bahwa makin cepat tingkat pertumbuhan perusahaan makin besar dana yang dibutuhkan, makin besar kesempatan untuk memperoleh keuntungan (Riyanto, 2011:268).

Smith dan Watts (1992) menggunakan data level industri dalam menganalisa hubungan antara set kesempatan investasi dengan kebijakan pendanaan perusahaan, dividen, dan kompensasi. Hasil yang ditemukan menunjukkan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi menggunakan hutang yang lebih kecil dalam struktur modalnya dan membayar dividen lebih kecil.

Dalam penelitian Gaver dan Gaver (1993) dalam Sugiarto (2009) yang menggunakan data pada level perusahaan, serta menggunakan gabungan enam proksi

untuk mengukur set kesempatan investasi, menemukan hasil yang sejalan dengan penelitian Smith dan Watts (1992) bahwa perusahaan bertumbuh memiliki DER dan tingkat imbal hasil dividen (*dividend yield*) yang lebih rendah dibanding perusahaan yang tidak bertumbuh.

Gaver dan Gaver juga menguji hubungan IOS dengan kebijakan dividen dengan menggunakan DPR dan tingkat imbal hasil dividen sebagai proksi kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat imbal hasil dividen memiliki hubungan negatif signifikan dengan IOS, namun hubungan IOS dengan DPR tidak signifikan. Hasil penelitian Jones dan Sharma (2001) konsisten dengan penelitian Gaver dan Gaver bahwa perusahaan bertumbuh memiliki DER dan tingkat imbal hasil dividen lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan tidak bertumbuh. Myers dan Majluf (1984) mengemukakan bahwa perusahaan yang profitable (IOS tinggi) mempunyai dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka mendapatkan dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang ditemukan oleh Deviana dan Fitria (2017) dan Fitriana (2014) yang menyatakan bahwa keputusan investasi berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan dividen.

Kebijakan Dividen Mampu Memediasi Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan

Sebagaimana penjelasan sebelumnya, bahwa para manajer keuangan harus memilih struktur permodalan yang memaksimalkan nilai suatu perusahaan. Perusahaan harus dapat mencari bauran pendanaan (*financing mix*) yang tepat agar tercapai struktur modal yang optimal yang secara langsung akan mempengaruhi nilai perusahaan (Ross *et al.* 2009). Dalam hal keputusan pendanaan, pertanyaan yang

sering muncul adalah bagaimana perusahaan mendapatkan dana usaha. Apakah dana yang dipergunakan sebaiknya berasal dari internal perusahaan atau berasal dari eksternal perusahaan. Jika dipakai kedua-duanya, maka proporsi manakah yang tepat antara dana internal (modal) dengan dana eksternal (hutang) untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Pada tahun 1977, Ross menyatakan bahwa perusahaan yang bagus kinerjanya dapat memberi sinyal pada berupa porsi hutang yang tinggi pada struktur modalnya perusahaan yang kurang baik kinerjanya tidak akan berani memakai hutang dalam jumlah yang besar karena peluang kebangkrutannya akan tinggi (Sugiarto, 2009) Menurut Brigham dan Houston (2001) peningkatan hutang dapat diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang, sehingga peningkatan hutang tersebut akan direspon positif oleh pasar.

Pada hipotesis sebelumnya juga telah dijelaskan bahwa satu keputusan finansial akan mempengaruhi keputusan finansial lainnya (Fama dan French, 1998). Begitu pula dengan keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa jika arus kas bebas digunakan untuk berinvestasi, maka rasio pembagian dividen menjadi turun. Rasio hutang-ekuitas yang tinggi dapat menurunkan rasio pembayaran dividen. Jika rasio hutang-ekuitas perusahaan tinggi, maka perusahaan akan dibebani dengan biaya hutang dan biaya keagenan yang besar, sehingga alokasi dana untuk pembayaran dividen akan kecil.

Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari keputusan pendanaan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Dengan demikian, diduga bahwa kebijakan dividen dapat menjadi variabel *intervening* antara keputusan pendanaan dan nilai perusahaan.

Hasil perhitungan penelitian ini diperoleh bahwa Hipotesis 5 (H_5) diterima. Kebijakan dividen mampu memediasi antara variabel keputusan pendanaan terhadap variabel nilai perusahaan dengan pengujian sobel test. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang ditemukan oleh Fitriana (2014) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen mampu memediasi antara variabel keputusan pendanaan terhadap variabel nilai perusahaan.

Kebijakan Dividen Mampu Memediasi Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan investasi adalah keputusan yang mencerminkan kesempatan investasi di masa yang akan datang (*investment opportunity*), yaitu melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi. Implikasi bagi perusahaan adalah perusahaan harus merencanakan untuk mengambil keputusan investasi melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi (Husnan, 2010).

Menurut Manurung (2012), keputusan investasi akan berdampak pada kinerja perusahaan dalam jangka panjang sementara manajemen memiliki kebebasan yang sangat besar dalam penggunaan kas perusahaan. Menyadari hal ini maka beberapa peneliti mencoba mengembangkan model *signaling* dimana investasi modal merupakan suatu sinyal yang dapat digunakan oleh manajer yang menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek kinerja yang tinggi yang tercermin melalui nilai perusahaan.

Penelitian mengenai dampak set kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Hasnawati (2005). Penelitian ini menunjukkan Keputusan investasi berpengaruh positif ter-

hadap nilai perusahaan sebesar 12,25 persen. Penelitian lainnya juga dilakukan oleh Anugrah (2005) yang penelitiannya menghasilkan adanya pengaruh yang signifikan dari IOS terhadap nilai perusahaan. Kesempatan berinvestasi yang akan menimbulkan nilai di masa mendatang akan sangat dipengaruhi oleh karena investasi yang dilakukan perusahaan. Hasil penelitian ini berhasil menemukan nilai IOS yang tinggi terbukti memiliki nilai perusahaan yang tinggi pada periode berjalan maupun pada periode yang akan datang.

Wijaya, Bandi dan wibawa (2010) meneliti mengenai pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini memberikan konfirmasi empiris bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi tersebut adalah keputusan yang mencerminkan kesempatan investasi di masa yang akan datang, yaitu melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi.

Implikasi bagi perusahaan adalah perusahaan harus merencanakan untuk mengambil keputusan investasi melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi. Apabila perusahaan mampu memaksimalkan kemampuannya melalui investasi-investasi tersebut dalam menghasilkan laba sesuai dengan jumlah dana yang terikat, maka dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Selanjutnya mengenai keterkaitan antara keputusan investasi dan kebijakan dividen yang jika diteliti lebih lanjut, maka dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh antara keputusan investasi dan kebijakan dividen. Smith dan Watts (1992) menggunakan data level industri dalam menganalisa hubungan antara set kesempatan investasi dengan kebijakan pendanaan perusahaan, deviden, dan kompensasi.

Hasil yang ditemukan menunjukkan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi membayar dividen lebih kecil.

Dalam penelitian Gaver dan Gaver (1993) yang menggunakan data pada level perusahaan, serta menggunakan gabungan enam proksi untuk mengukur set kesempatan investasi, menemukan hasil yang sejalan dengan penelitian Smith dan Watts (1992) bahwa perusahaan bertumbuh memiliki DER dan tingkat imbal hasil dividen (*dividend yield*) yang lebih rendah dibanding perusahaan yang tidak bertumbuh. Gaver dan Gaver juga menguji hubungan IOS dengan kebijakan dividen dengan menggunakan DPR dan tingkat imbal hasil dividen sebagai proksi kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat imbal hasil dividen memiliki hubungan negatif signifikan dengan IOS, namun hubungan IOS dengan DPR tidak signifikan.

Hasil penelitian Jones dan Sharma (2001) konsisten dengan penelitian Gaver dan Gaver bahwa perusahaan bertumbuh memiliki DER dan tingkat imbal hasil dividen lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan tidak bertumbuh. Myers dan Majluf (1984) mengemukakan bahwa perusahaan yang profitable (IOS tinggi) mempunyai dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka mendapatkan dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya.

Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari keputusan investasi terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Dengan demikian, diduga bahwa kebijakan dividen dapat menjadi variabel intervening antara keputusan investasi dan nilai perusahaan.

Hasil perhitungan penelitian ini diperoleh bahwa Hipotesis 7 (H_7) diterima. Kebijakan dividen mampu memediasi antara variabel keputusan investasi terhadap variabel nilai perusahaan dengan pengujian sobel. Hasil penelitian ini sejal-

an dengan hasil penelitian yang ditemukan oleh Fitriana (2014) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen mampu memediasi antara variabel keputusan investasi terhadap variabel nilai perusahaan.

Simpulan dan Saran

Simpulan

Beberapa kesimpulan yang diperoleh dari hasil penelitian ini adalah keputusan pendanaan (DER), keputusan investasi (MBVA), dan kebijakan dividen (DPR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Keputusan pendanaan (DER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Keputusan investasi (MBVA) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Kebijakan dividen (DPR) mampu memediasi secara parsial variabel keputusan pendanaan (DER) dan keputusan investasi (MBVA) terhadap variabel nilai perusahaan (PBV).

Saran

Keputusan investasi (IOS) merupakan variabel independen terbesar yang mempengaruhi nilai perusahaan. Walaupun dalam keadaan krisis global, tetapi perusahaan yang terdaftar di BEI telah memiliki set kesempatan investasi yang baik serta telah melakukan investasi terhadap proyek dengan prospek yang menguntungkan. Selanjutnya agar nilai perusahaan dapat lebih meningkat dengan keputusan investasi, maka perusahaan harus terus menjaga set kesempatan investasi ini dengan tetap berinvestasi pada proyek dengan prospek yang baik.

Keputusan pendanaan (DER) berpengaruh signifikan terhadap kenaikan nilai perusahaan. Namun perusahaan tetap perlu berhati-hati dalam pengambilan keputusan kebijakan hutang serta tetap menjaga hutangnya pada kondisi yang optimal dengan mempertimbangkan besarnya manfaat dan risiko dari penggunaan hutang.

Kebijakan dividen (DPR) merupakan variabel independen terkecil yang mempengaruhi nilai perusahaan (PBV). Dengan demikian perusahaan perlu lebih memperhatikan karakteristik investor dalam ketertarikan mereka terhadap pembayaran dividen.

Agenda penelitian mendatang diharapkan mampu memperpanjang tahun penelitiannya sehingga hasilnya akan lebih baik. Selain itu perlu adanya penambahan variabel pada penelitian mendatang agar nilai koefisien determinasinya dapat ditingkatkan dan permodelan menjadi lebih baik.

Daftar Pustaka

- Ananta, Gede Eka Ferry, I Made Sadha Suardikha dan Ni Made Dwi Ratnadi. 2014. Pengaruh Keputusan Manajerial, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen pada Nilai Perusahaan di Bursa Efek Indonesia. ISSN : 2337-3067. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana* 3.9 (2014) :494-505.
- Aprianto, Rahmad dan Dista Amalia Arifah. 2014. Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen, dan Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan. *EKOBIS* Vol.15, No.1, Januari 2014.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2007). *Fundamentals of financial management (Dasar-dasar Manajemen Keuangan). Engineering and Process Economics* (Vol. 3). [https://doi.org/10.1016/0377-841X\(78\)90069-4](https://doi.org/10.1016/0377-841X(78)90069-4)
- Cholifah, N., & Priyadi, M. P. (2014). Analisis Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas dan Growth Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 3(4).
- Christiawan, M. R. H. d. Y. J., Januari 2016. Pengaruh Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Manufaktur Di Indonesia. *Business Accounting Review*, 4(1), pp. 193-204.
- Fenandar, Gany Ibrahim dan Surya Raharja. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol. 1 No. 2 2012, Hal.1-10.
- Ghozali Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. J. (2012). *Principle of Managerial Finance*. Thirteen Edition. Edinburgh: Pearson.
- Harjito, Agus dan Martono (2011). *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedua, Cetakan Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.
- Husnan, S., 2008. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang*. Yogyakarta: BPF.
- Lestari, M. (2014). *Analisis Pengaruh Profitabilitas , Likuiditas Dan Growth Terhadap Kebijakan Dividen*, 3(4).
- Marietta, U., & Sampurno, D. (2013). Analisis Pengaruh Cash Ratio, Return On Assets, Growth, Firm Size, Debt to Equity Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio : (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2011). *Diponegoro Journal of Management*, 2(3), 1–11. Retrieved from <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/dbr>
- Marpaung, E. I., & Hadiano, B. (2009). Pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen: studi empiris pada emiten pembentuk indeks LQ45 di bursa efek indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 1(1), 70–84.
- Nurhayati, M. (2013). Profitabilitas, likuiditas dan ukuran perusahaan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen dan nilai

- perusahaan sektor non jasa. *Jurnal Keuangan Dan Bisnis*, 5(2), 144–153.
- Paramita, R. A. S. (2015). Free Cash Flow, Leverage, Besaran dan Siklus hidup Perusahaan : Bukti Kebijakan Deviden di Indonesia. *Jurnal Riset Ekonomi Dan Manajemen*, 15(1), 169–181.
- Puspita, F. (2008). *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan*.
- Safrida, E. (2014). Profitabilitas Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan Program Studi Akuntansi Fakultas Pendidikan Ekonomi Dan Bisnis Universitas Pendidikan Indonesia*, 2(1), 289–299. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.17509/jrak.v2i1.6582>
- Sari, Oktaviana Tiara. 2013. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal* 2 (2) (2013).
- Simanjuntak, A. (2015). *Pengaruh profitabilitas, cash position dan keputusan investasi terhadap kebijakan dividen dengan kebijakan utang sebagai variabel moderating*, 1(2), 74–82.
- Suartawan, P. A., & Yasa, G. W. (2016). Pengaruh Investment Opportunity Set Dan Free Cash Flow Pada Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 14(3), 2014–2044.
- Sugiarto, Melanie. 2011. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Intervening. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*. Vol.3 No.1 Januari 2011, Hal.1-25.
- Sukoco, H. (2013). Analisis Pengaruh Debt To Equity Ratio , Profitabilitas , Firm Size , dan Likuiditas Terhadap Nilai (Studi Pada Industri Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2009-2011). *Jurnal Bisnis Strategi*, 22(2).
- Sunarya, Devi Hoei. (2016). *Pengaruh Kebijakan Utang, Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Size Sebagai Variabel Moderasi Pada Sektor Manufaktur Periode 2008 -2011*, 5(1), 1–12.
- Suroto, Suroto. 2015. *Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan*. ISSN: 2302-2752, Vol. 4 No. 3.
- Surya, D., & Rahayuningsih, A. (2010). *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nonkeuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nonkeuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*, 12(3), 1–16.
- Suryani, A. D., & Khafid, M. (2013). Pengaruh Free Cash Flow, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013. *Dinamika Akuntansi Keuangan Dan Perbankan*, 4(1), 20–28.
- Taufiq. (2014). *Pedoman Penulisan Karya Ilmiah (Skripsi, Tesis dan Disertasi)* Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya. Cetakan Pertama. Palembang: Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya.
- Umi Mardiyati, Gatot Nazir Ahmad, R. P. (2012). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei) Periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, Vol. 3(1), No. 1. <https://doi.org/10.1007/s13398-014-0173-7.2>

- Ustiani, Nila. 2015. *Pengaruh Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial, Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, Keputusan Pendanaan dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan*. ISSN: 2442-4056. Volume 1, Nomor 1, Februari 2015.
- Wijayanti, S., & Supatmi. (2006). Corporate Governance Terhadap Kebijakan Dividen. *Europe*, 6(4), 1–22. <https://doi.org/10.1111/1468-0262.00177>
- Yasa, kadek dwi mahendra, & Wirawati, ni gusti putu. (2016). Pengaruh Net Profit Margin, Current Ratio, dan Debt to Equity Ratio pada Dividend Payout Ratio. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 16, 921–950. Retrieved from file:///C:/Users/larasatiperbanas/Downloads/16463-45006-1-PB.pdf
- Yeniatie, & Destriana, N. (2010). *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nonkeuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*, 12(1), 1–16.
- Yunitasari, D., 2014. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 3(4), 5-17.