

PENGARUH KESEMPATAN INVESTASI, LEVERAGE TERHADAP KEBIJAKAN DEVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Ade Pendria Astuti¹⁾
Yulia Efni²⁾

¹⁾Mahasiswa program Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Riau
²⁾Dosen pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Riau

Abstract. *This study aimed to analyze the influence of investment opportunities, leverage on the dividend policy and the value of the company on the companies listed in Indonesia Stock Exchange. Variables used in this research is an investment opportunity, leverage, dividend policy and the value of the company. The population used in this study are manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange 2008-2012 period. The samples in this study using purposive sampling with a sample of 170 manufacturing firms. Based on pre-defined criteria, only 34 companies were eligible to be sampled. Statistical analyzes were used to examine the effect of investment opportunities, leverage on the dividend policy and the value of the company is the analysis of pathways that can explain the relationship between the variables, both directly and indirectly. The results of this study indicate that the investment opportunity to have a direct influence on the value of the company, but the investment opportunities through dividend policy has no effect on firm value. Leverage does not have a direct effect on firm value, but leverage through dividend policy has no effect on firm value. Dividend policy has no direct effect on firm value.*

Keywords: *investment opportunities, leverage, dividend policy and the value of the company.*

PENDAHULUAN

Situasi perkembangan ekonomi yang meningkat menuntut manajemen perusahaan untuk dapat bekerja lebih efektif dan efisien agar dapat mempertahankan stabilitas perusahaan dan menjaga kelangsungan hidupnya dalam persaingan bisnis yang semakin ketat terutama bagi perusahaan yang go publik di pasar modal. Pasar modal Indonesia yang dikategorikan sebagai pasar modal yang sedang tumbuh memiliki potensi yang tinggi untuk memberi kontribusi dalam ekonomi Indonesia. PT. Bursa Efek Indonesia sebagai bursa yang menjadi acuan pasar modal Indonesia memiliki 478 emiten dan 170 diantaranya adalah Industri Manufaktur. Bagi investor yang tertarik

untuk berinvestasi tentunya tingkat return atau keuntungan yang akan diperoleh dari investasi yang ditanamkannya berupa *capital gain* dan dividen yang merupakan bagian keuntungan yang diberikan kepada para pemegang saham. Dalam hal ini manajer harus memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagikan seluruhnya atau hanya sebagian yang dibagikan sebagai dividen dan sisanya ditahan perusahaan atau biasa disebut laba ditahan (*retained earning*). Memenuhi harapan investor tersebut, manajer keuangan berusaha memaksimalkan kesejahteraan investor dengan cara membuat berbagai keputusan dan kebijakan keuangan yaitu keputusan investasi (*investment*

decision), keputusan pendanaan (*financial decision*), dan kebijakan deviden (*dividen policy*). Ketiga keputusan keuangan tersebut perlu dilakukan karena keputusan tersebut saling mempengaruhi satu dengan yang lainnya dan dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Nilai perusahaan dapat mencerminkan nilai asset yang dimiliki perusahaan seperti surat-surat berharga. Saham merupakan salah satu surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan, tinggi rendahnya harga saham banyak dipengaruhi oleh kondisi emiten. Naik turunnya harga saham di pasar modal menjadi sebuah fenomena yang menarik jika diamati.

Banyak faktor yang dapat mempengaruhi naik turunnya nilai perusahaan manufaktur diantaranya kesempatan investasi, struktur modal dan kebijakan deviden. Salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham adalah kemampuan perusahaan membayar deviden. (Martono dan Agus Harjito, 2005).

Kebijakan deviden merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh oleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk deviden atau ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Dalam keputusan pembagian deviden perlu dipertimbangkan pula kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Setiap entitas bisnis dalam

menjalankan usahanya selalu memiliki harapan untuk tetap going concern. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi membutuhkan lebih banyak dana karena terdapat banyak kesempatan investasi. Perusahaan harus menentukan dari mana dana yang akan digunakan untuk membiayai investasi tersebut, apakah dibiayai dari hutang, atau dari modal sendiri (ekuitas), atau kombinasi dari keduanya. Peningkatan investasi ini akan berdampak pada besarnya deviden yang dibagikan oleh para pemegang saham. Tinggi investasi perusahaan akan menurunkan jumlah *cash deviden* yang dapat diberikan. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Untung dan Hartini, 2006).

Investment opportunity set (IOS) merupakan luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi perusahaan. Keown, et al, (2010) menyatakan bahwa ketika peluang investasi perusahaan naik, rasio pembayaran deviden harus turun. Dengan kata lain, ada hubungan terbalik antara besarnya investasi dengan tingkat pengembalian yang diharapkan. Pengelolaan perusahaan yang baik dapat meningkatkan profitabilitasnya sehingga dapat membiayai pertumbuhan perusahaan serta membayar kewajiban perusahaan/*leverage*-nya dan dapat membagikan return berupa deviden kepada para pemegang saham. Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk deviden yang diterima karena kewajiban untuk membayar hutang lebih diutamakan dari pada pembagian deviden.

Menurut Keown (2010), nilai perusahaan adalah nilai pasar dari hutang

dan ekuitas perusahaan. Dengan demikian, penambahan dari jumlah ekuitas perusahaan dengan hutang perusahaan dapat mencerminkan nilai perusahaan. Hutang dan ekuitas diperlukan perusahaan ketika membutuhkan modal untuk berekspansi.

Hutang perusahaan berkaitan sangat erat dengan struktur modal suatu perusahaan. Banyak faktor yang mempengaruhi keputusan perusahaan dalam melakukan pendanaan diantaranya komposisi struktur modal perusahaan. Komposisi modal suatu perusahaan yang di dalamnya terdapat kepemilikan manajerial tentu akan mempengaruhi keputusan pendanaan yang akan dilakukan perusahaan.

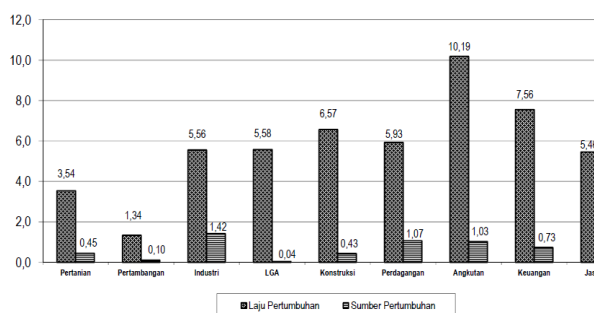
Dari beberapa sektor usaha yang listing di Bursa efek Indonesia, perusahaan manufaktur adalah perusahaan yang paling berkembang dengan sangat cepat dan paling banyak diminati oleh konsumen saat ini. Perusahaan manufaktur juga merupakan kelompok terbesar yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan memiliki laporan keuangan yang paling lengkap. Beberapa sektor sektor usaha yang tergolong dalam perusahaan manufaktur antara lain adalah *Basic Industry and Chemicals*, *Misscellaneous Industry*, dan *Consumer Good Industry*.

Perkembangan industri manufaktur dalam suatu negara dapat dijadikan indikator atau ukuran bagi perkembangan ekonomi negara tersebut. Hal ini disebabkan karena industri manufaktur dianggap sebagai salah satu industri yang menyumbangkan pada produk Domestik Bruto (PDB) terbesar di Indonesia. Sektor Industri Pengolahan memberikan kontribusi terbesar terhadap total pertumbuhan PDB, dengan sumber pertumbuhan sebesar 1,42 persen. Selanjutnya diikuti oleh Sektor Perdagangan, Hotel dan Restoran, dan

Sektor Pengangkutan dan Komunikasi yang memberikan sumber pertumbuhan masing-masing 1,07 persen dan 1,03 persen (Gambar 1).

Gambar 1. Laju dan Sumber pertumbuhan PDB atas Dasar Harga Konstan

Laju dan Sumber Pertumbuhan PDB Atas Dasar Harga Konstan 2000 Tahun 2013 (persen)



Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dijadikan sebagai objek penelitian karena adanya peraturan yang mengharuskan perusahaan-perusahaan tersebut untuk memberikan informasi yang jelas dibandingkan dengan perusahaan yang tidak terdaftar di Bursa Efek Indonesia, serta perusahaan tersebut melaporkan laporan keuangannya kepada Bapepam dan dipublikasikan dan jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lebih banyak dibandingkan sektor-sektor lain, karena kemampuan analisis dalam suatu sektor diharapkan dapat menghasilkan simpulan yang dapat dibandingkan antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan atau *value of the firm* merupakan konsep penting bagi investor karena merupakan indikator bagaimana pasar menilai perusahaan

secara keseluruhan. Nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti dengan tingginya kemakmuran para pemegang saham (Brigham, 1996). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan.

Menurut Fama (1978) nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai asset perusahaan sesungguhnya. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga akan meningkatkan harga saham, dengan meningkatnya harga saham maka nilai perusahaan juga akan meningkat. Menurut Suad Husnan (2000) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayarkan oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Sedangkan menurut Keown (2004) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun pada prospek perusahaan di masa depan.

Nilai perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV). Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar

keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham, 1999).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai berapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen sebagai ganti dari investasi yang ditanamkan dan berapa banyak yang dipertahankan untuk investasi kembali didalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2006).

Kebijakan dividen dalam perkembangannya masih menjadi sesuatu yang kontroversial karena sifat dan karakteristik investor dan dividen itu sendiri, adanya beberapa teori yang saling bertentangan terkait kebijakan dividen membuat kebijakan tersebut masih diperdebatkan hingga saat ini, teori tersebut antara lain :

a. Teori Irrelevansi Dividen (*Dividend Irrelevance Theory*)

Pendukung utama teori ketidakrelevanan dividen ini adalah Merton Miller dan Franco Modigliani (MM). Mereka berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. MM berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan bagaimana pendapatan tersebut dibagi diantara dividen dan laba ditahan (Brigham dan Houston, 2006).

b. Teori *Bird In the Hand*

Teori Burung di Tangan (*Bird In the Hand Theory*) adalah istilah MM untuk teori yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dapat dimaksimalkan dengan menetapkan rasio pembayaran

dividen yang tinggi (Brigham dan Houston, 2006). Menurut Modigliani dan Miller, kebanyakan investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka dalam saham dari perusahaan bersangkutan atau perusahaan sejenis, dan dalam banyak kasus, tingkat risiko dari arus kas perusahaan bagi investor dalam jangka panjang hanya ditentukan oleh tingkat risiko arus kas operasinya, bukan oleh kebijakan pembagian dividennya.

c. Teori Preferensi Pajak

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor mungkin lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi.

1. Keuntungan modal dikenakan tarif pajak yang lebih rendah dari pada pendapatan deviden. Untuk itu investor kaya (yang memiliki sebagian besar saham) mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba kedalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham dan keuntungan modal yang pajak lebih rendah akan menggantikan deviden yang pajaknya lebih tinggi.
2. Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual, sehingga ada efek nilai waktu.
3. Jika sel lembar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang, ahli waris yang menerima saham itu dapat menggunakan nilai saham pada hari kematian sebagai dasar biaya mereka, dengan demikian mereka terhindar dari pajak keuntungan modal.

d. Teori *Signalling Hypothesis*

Terdapat bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen dari pada *capital gains*. Tapi MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dividen masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah keanaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dividen waktu mendatang.

e. Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *dividend payout ratio* yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

f. Teori *Residual Dividend*

Pada umumnya perusahaan akan menaikkan dividen hingga suatu tingkatan dimana mereka yakin dapat mempertahankannya diveden masa mendatang. Artinya jika terjadi kondisi yang terburuk sekalipun, perusahaan masih dapat mempertahankan pembayaran dividennya.

Pada prakteknya ada perusahaan yang menggunakan model *residual dividend* dimana dividen ditentukan dengan cara :

1. Mempertimbangkan kesempatan investasi perusahaan ;
2. Mempertimbangkan target struktur modal perusahaan untuk menentukan besarnya modal sendiri yang dibutuhkan untuk investasi.
3. Memanfaatkan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan akan modal sendiri tersebut semaksimal mungkin
4. Membayar dividen hanya jika ada sisa laba.

Set Kesempatan Investasi (IOS)

Subekti dan Kusuma (2001) menyatakan bahwa munculnya istilah IOS pertama kali dikemukakan oleh Myers (1977) yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Opsi investasi masa depan ini kemudian dikenal sebagai set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS). Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi di masa mendatang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan mengalami suatu pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan yang hilang. Nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang

Teori Struktur Modal

Teori struktur modal bertujuan memberikan landasan berfikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Peneliti menggunakan beberapa teori

yaitu teori pendekatan Modigliani Miller, *agency theory*, *trade off theory* dan *Pecking Order Theory*.

1. Pendekatan Modigliani dan Miller (*MM Approach*)

Teori ini dikemukakan oleh Franco Modigliani dan MH. Miller (MM) yang menentang pendekatan tradisional dengan menawarkan pembenaran perilaku tingkat kapitalisasi perusahaan yang konstan. MM berpendapat bahwa resiko total bagi seluruh pemegang saham tidak berubah walaupun struktur modal perusahaan mengalami perubahan (Martono dan Agus, 2005). Hal ini didasarkan pada pendapat bahwa pembagian struktur modal antara hutang dan modal sendiri selalu terdapat perlindungan atas nilai investasi. Yaitu karena nilai investasi total perusahaan tergantung dari keuntungan dan risiko, sehingga nilai perusahaan tidak berubah walaupun struktur modalnya berubah.

2. *Agency Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976 (Horne dan Wachowicz, 1998), manajemen merupakan agen dari pemegang saham, sebagai pemilik perusahaan para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan insentif dan pengawasan yang memadai.

3. *Trade Off Theory*

Trade off theory menjelaskan hubungan antara pajak, resiko kebangkrutan dan penggunaan utang yang disebabkan oleh keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey dan Myer dalam Suad Husnan, 2004). Kerugian atas

penggunaan utang dapat disebabkan karena adanya biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) dan biaya keagenan (*agency cost*).

4. *Pecking Order Theory*

Teori ini diperkenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun 1961, sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers (1984) (Sud Husnan dan Enny, 2006). Secara singkat teori ini menyatakan sebagai berikut (Brealy and Myers, 1996) : (1) perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, (2) perusahaan akan menyesuaikan rasio pembayaran dividen dengan kesempatan investasi yang dihadapi, dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar. (3) pembayaran dividen yang cenderung konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana internal kadang-kadang berlebih ataupun kurang untuk investasi. (4) Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas paling aman terlebih dahulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian obligasi yang dapat dikonversikan menjadi modal sendiri, baru akhirnya menerbitkan saham baru.

HIPOTESIS

Untuk mencapai tujuan penelitian ini maka dibutuhkan yang dibahas dalam penelitian ini, berikut ini hipotesisnya:

1. Kesempatan investasi memiliki pengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa efek Indonesia.
2. Kesempatan investasi dimediasi oleh kebijakan deviden memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan pada

perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa efek Indonesia.

3. *Leverage* memiliki pengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa efek Indonesia.
4. *Leverage* yang dimediasi oleh kebijakan deviden memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa efek Indonesia.
5. Kebijakan deviden memiliki pengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa efek Indonesia.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008-2012 yang berjumlah 170 perusahaan. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling method*, yaitu penentuan sampel atas dasar kesesuaian karakteristik dan kriteria tertentu. Sampel dalam penelitian ini berjumlah 34 perusahaan yang dimuat dalam laporan auditan periode 2008-2012.

PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif (*descriptive statistic*) adalah menu yang memberikan gambaran mengenai nilai *mean*, *sum*, standar deviasi, *variance*, *range*, *minimum*, dan *maximum*. Statistik deskriptif berfungsi untuk member gambaran terhadap obyek yang diteliti melalui data sampel atau populasi sebagaimana adanya, tanpa melakukan analisis dan membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum.

Uji Normalitas

Dasar pengambilan keputusannya, bila grafik histogram menunjukkan pola distribusi normal dan grafik normal plot menyebar teratu rmengikuti garis diagonal, maka data terdistribusi normal. Sedangkan pada Uji Kolmogorov-Smirnov, bila nilai signifikansi lebih besar dari derajat kepercayaan 0,05 maka data terdistribusi normal.

Dari tabel 2. Maka dapat disimpulkan bahwa nilai signifikansi lebih besar dari derajat kepercayaan 0,05 dan terdistribusi normal

Hasil Pengujian Asumsi Linearitas

Uji linearitas digunakan untuk melihat apakah spesifikasi model yang digunakan sudah benar atau tidak.

Diperoleh nilai $R_m^2 = 32,64\%$, sehingga model dikatakan baik dan layak digunakan untuk pengujian hipotesis.

$$R_m^2 = 1 - ((1-R_1^2)(1-R_2^2))$$

$$R_m^2 = 1 - ((1-0,097)(1-0,254))$$

$$R_m^2 = 1 - 0,6736$$

$$R_m^2 = 0,3264$$

Ada lima parameter jalur yang ingin diketahui yaitu : $\rho X_1 Y_1$, $\rho X_1 Y_2$, $\rho X_2 Y_1$, $\rho X_2 Y_2$ dan $\rho Y_1 Y_2$ dan 2 parameter kesalahan yaitu ϵ_1 , dan ϵ_2 . Untuk mendapatkan nilai parameter-parameter tersebut, diperlukan 2 buah regresi yaitu pertama adalah kesempatan investasi dan *leverage* terhadap kebijakan deviden kemudian yang kedua adalah kesempatan investasi, *leverage* dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel Penelitian	2008	2009	2010	2011	2012	Rata - rata
Kesempatan Investasi	2,692	3,869	3,679	2,867	1,937	3,009
<i>Leverage</i>	1,172	1,918	0,913	0,876	0,880	1,152
Kebijakan Deviden	52,742	63,968	45,967	49,674	37,788	50,028
Nilai Perusahaan	1,794	3,351	3,499	4,042	5,374	3,612

Asumsi penting di dalam analisis jalur adalah hubungan linear antar variabel di dalam model. Pendekatan uji asumsi linearitas yang digunakan adalah metode *Curve Fit*. secara singkat disajikan pada tabel 3.

Analisis jalur dengan menggunakan 2 buah regresi tersebut akan menghasilkan pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung dari variabel kesempatan investasi, *leverage*, kebijakan deviden dan nilai perusahaan.

Pengaruh total adalah jumlah dari pengaruh langsung dan tidak langsung.

1) Pengaruh Langsung

Pengaruh langsung dalam analisis jalur ini ditunjukkan oleh parameter $\rho X_1 Y_2$ dan $\rho X_2 Y_2$, dapat dilihat pada gambar 2 :

Hasil Pemeriksaan *Goodness Of Fit* Model

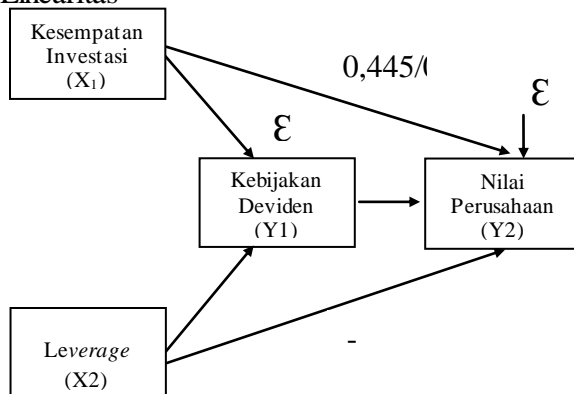
PENGARUH KESEMPATAN INVESTASI, LEVERAGE TERHADAP KEBIJAKAN DEVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Tabel 3. Hasil Pengujian Asumsi Linearitas

Hubungan Antar Variabel		Equation	Sig.	Hasil Pengujian
Kesempatan Investasi (X_1)	Kebijakan deviden (Y_1)	Linear	0,126	Linearitas Tidak Signifikan
Kesempatan Investasi (X_1)	Nilai Perusahaan (Y_2)	Linear	0,000	Linearitas Signifikan
Leverage (X_2)	Kebijakan Deviden (Y_1)	Linear	0,002	Linearitas Signifikan
Leverage (X_2)	Nilai Perusahaan (Y_2)	Linear	0,016	Linearitas Signifikan
Kebijakan Deviden (Y_1)	Nilai Perusahaan (Y_2)	Linear	0,069	Linearitas Tidak Signifikan

Gambar 2. Parameter Pengaruh Langsung Kesempatan investasi dan Leverage ke Nilai Perusahaan.

Tabel 3. Hasil Pengujian Asumsi Linearitas



Nilai $\rho_{X_1 Y_2}$ dan $\rho_{X_2 Y_2}$ merupakan nilai *Standardize Coefficients* (Beta) yang didapatkan dari koefisien regresi kesempatan investasi, leverage dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan pada tabel 4.

Tabel 4 Koefisien Regresi Kesempatan Investasi, Leverage, Kebijakan Deviden terhadap nilai perusahaan

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.938	.434		2.163	.033
	KESEMPATAN INVESTASI	.630	.125	.445	5.017	.000
	LEVERAGE	-.242	.209	-.107	-1.160	.249
	KEBIJAKAN DEVIDEN	.007	.008	.079	.878	.382

a. Dependent Variable: NILAI PERUSAHAAN

Dari tabel 4 tersebut dapat dilihat bahwa nilai $\rho_{X_1 Y_2}$ adalah parameter Beta untuk kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan yaitu 0,045, dengan

tingkat signifikan 0,000 atau lebih kecil dari 0,05 sehingga pengaruhnya adalah signifikan.

Sedangkan nilai $\rho_{X_2Y_2}$ adalah parameter Beta untuk *leverage* terhadap nilai perusahaan yaitu -0,107, dengan tingkat signifikansi 0,249 atau lebih besar dari 0,05 sehingga pengaruhnya adalah tidak signifikan.

2) Pengaruh Tidak Langsung

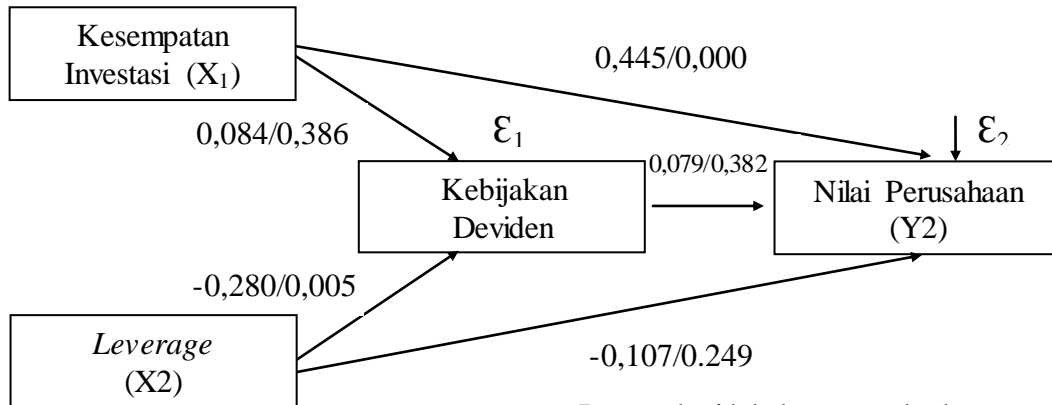
Pengaruh tidak langsung dalam analisis jalur ini ada 2 buah ditunjukkan oleh parameter $\rho_{X_1Y_1}$, $\rho_{X_2Y_1}$, dan $\rho_{Y_1Y_2}$ sebagaimana terlihat pada gambar 2.

Nilai parameter $\rho_{X_1Y_1}$, $\rho_{X_2Y_1}$, dan $\rho_{Y_1Y_2}$ merupakan nilai *Standardize Coefficients* (Beta) yang didapatkan dari hasil regresi pertama, dan kedua. Hasil koefisien dari regresi pertama yaitu kesempatan investasi dan *leverage*

terhadap kebijakan deviden ditunjukkan pada tabel 5.

Dari tabel 5 tersebut dapat dilihat bahwa nilai $\rho_{X_1Y_1}$ adalah parameter Beta untuk kesempatan investasi terhadap kebijakan deviden yaitu 0,084 dengan tingkat signifikansi 0,386 atau besar dari 0,05 sehingga pengaruhnya adalah tidak signifikan. Nilai $\rho_{X_2Y_1}$ adalah parameter Beta untuk *leverage* terhadap kebijakan deviden yaitu -0,280 dengan tingkat signifikansi 0,005 atau lebih kecil dari 0,05 sehingga pengaruhnya adalah signifikan. Nilai $\rho_{Y_1Y_2}$ adalah parameter Beta untuk kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan yaitu 0,079, dengan tingkat signifikansi 0,382 atau lebih besar dari 0,05 sehingga pengaruhnya adalah tidak signifikan.

Gambar 3. Parameter Pengaruh Tidak Langsung Kesempatan Investasi, *Leverage* ke Nilai Perusahaan



Pengaruh tidak langsung pertama: Kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan deviden, nilainya adalah : $\rho_{X_1Y_1} \times \rho_{Y_1Y_2} = 0,084 \times 0,079 = 0,0066$

Pengaruh tidak langsung kedua: *Leverage* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan deviden, nilainya adalah : $\rho_{X_2Y_1} \times \rho_{Y_1Y_2} = -0,280 \times 0,079 = -0,0221$

Tabel 5. Koefisien Regresi Kesempatan Investasi dan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	37.228	3.496		10.648	.000
	KESEMPATAN INVESTASI	1.277	1.465	.084	.871	.386
	LEVERAGE	-6.798	2.351	-.280	-2.891	.005

a. Dependent Variable: KEBIJAKAN DEVIDEN

3) Pengaruh Total

Pengaruh total merupakan penjumlahan dari pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung variabel kesempatan investasi dan *leverage* terhadap nilai perusahaan. Perhitungan pengaruh total variabel kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} & - \text{Pengaruh langsung} = 0,445 \\ & - \text{Pengaruh tidak langsung pertama} = \\ & 0,0066 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{-----} \\ & \text{--- +} \\ & \text{Pengaruh Total} = 0,4516 \end{aligned}$$

Kontribusi variabel kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan (*Price Book Value*) sebesar $= (0,4516)^2 = 0,2039$ atau 20.39 %.

Perhitungan pengaruh total variabel *leverage* terhadap nilai perusahaan adalah sebagai berikut: Kontribusi variabel kesempatan investasi

terhadap nilai perusahaan (*Price Book Value*) sebesar $= (0,4516)^2 = 0,2039$ atau 20.39 %.

Perhitungan pengaruh total variabel *leverage* terhadap nilai perusahaan adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} & - \text{Pengaruh langsung} = -0.107 \\ & - \text{Pengaruh tidak langsung kedua} = - \\ & 0,0221 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{-----} \\ & - + \\ & \text{Pengaruh Total} = -0.1291 \end{aligned}$$

Kontribusi variabel *leverage* terhadap Nilai perusahaan (*price book value*) sebesar $= (0,1291)^2 = 0,0167$ atau 1,67 %. Dari hasil olahan data melalui teknik analisis jalur dapat disajikan tabel 6 rangkuman koefisien jalur yang memaparkan tentang besarnya pengaruh langsung, tidak langsung maupun pengaruh total dari kesempatan investasi, *leverage* dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Tabel 6. Rangkuman Koefisien Jalur

Pengaruh Variabel	Langsung	Tidak Langsung melalui Y1	Total
X1 terhadap Y1	0,084	-	0,084
X1 terhadap Y2	0,445	-	0,445
X2 terhadap Y1	-0,280	-	-0,280
X2 terhadap Y2	-0,107	-	-0,107
Y1 terhadap Y2	0,079	-	0,079
X1 terhadap Y2	0,445	0,0066	0,4516
X2 terhadap Y2	-0,107	-0,0221	-0,1291

KESIMPULAN

1. Kesempatan investasi berpengaruh langsung secara signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Kesempatan investasi yang dimediasi oleh kebijakan deviden tidak berpengaruh tidak langsung secara signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. *Leverage* tidak berpengaruh langsung secara signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
4. *Leverage* yang dimediasi oleh kebijakan deviden tidak berpengaruh tidak langsung secara signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
5. Kebijakan deviden tidak berpengaruh langsung secara signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

Ang, Robert.1997. Buku Pintar Pasar Modal Indonesia Jakarta : Media Staff Indonesia.

Ambarwati, Sri Dwi Ari. 2010. Manajemen Keuangan Lanjut. Edisi Pertama Yogyakarta; Penerbit Graha Ilmu.

Adam, Tim and Goyal. Vidhan. K. (2003).“*The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables: Theory and Evidence*”, Hong Kong University of Science and Technology.

Agnes Sawir, Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan Jakarta : PT. Gramedia Pustaka Utama. 2003.

Atmaja, L.S., (2008), *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, Penerbit ANDI, Yogyakarta.

Brigham, Eugene F. dan Joel F Houston, 1999, Manajemen Keuangan , Edisi Bahasa Indonesia, Jakarta: Erlangga

Brigham dan Houston, 2006. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Salemba Empat, Jakarta

Brigham F. Eugene dan Houston, Joel (2010). Dasar –Dasar Manajemen

- Keuangan : *Fundamental Of Financial Management*. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Blume, M.E, 1980, “ *Stock return and Dividend Yields : Some More Evidence*, “*Review Of economic and Statistics* 62, November, 567-577.
- Ghozali, Imam. 2005. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS. Edisi 3. Semarang. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. dan A. Chariri. 2006. “Teori Akuntansi”. Universitas Diponegoro Semarang.
- Harjito, A dan Martono. 2005. Manajemen Keuangan. Yogyakarta
- Haryono, Siswoyo dan Parwoto Wardoyo. 2012. “*Structural Equation Modeling*”. Intermedia Personalia Utama. Bekasi.
- Gitman, L.J., (2006), *Principles of Managerial Finance*, Eleventh Edition, Addison Wesley, New York.
- Hasnawati, Sri. 2005. Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta. JAAI Volume 9 No.2, Desember.
- Hanafi, Mumduh (2008). “Manajemen Keuangan (Edisi 2004-2005)”, Yogyakarta : BPFE.
- Horne, James C.V and Wachoviz Jr, John M, 1998, *Fundamental of Financial Management, 8th ed*, New Jersey, Prentice Hall International.
- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti. 2006. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Edisi Kelima. Yogyakarta : UPP AMP YKPN
- Jogiyanto, Dr/M.B.A, 2000. Teori Portopolio dan Analisis Investasi, Edisi 2, BPFE, Yogyakarta.
- Martono, Agus Harjito, 2005. Manajemen Keuangan, Cetakan Kelima. Ekonisia, Yogyakarta.
- Mahendra Dj, Alfredo, 2011. Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating) Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia, Tesis. Universitas Udayana Denpasar.
- Mariah, Meyti, Riki Martusa. 2012, Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan deviden Tunai dan Likuiditas sebagai Variabel Moderating Pada Emiten Pembentuk Indeks LQ 45. Jurnal Akuntansi dan Bisnis.
- Michell Suharli. 2007. Pengaruh Profitability dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Vol. 9, No.1, Mei 2007: 9-17
- Prayitno, Joko, 2007. Analisa Pengaruh *Price Earning Ratio, Price to Book Value* dan I Saham Pada

- Industri *Real Estate* dan *Property* di Bursa Efek Jakarta. Tesis Magister Manajemen Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi IPWIJA, Jakarta.
- Prihantoro. 2003. Estimasi Pengaruh *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *Jurnal ekonomi dan Bisnis* No. 1, Jilid 8. Fakultas Ekonomi Universitas Gunadarma.
- Putri, Dithi Amanda. 2012, Pengaruh *Investment Opportunity Set*, Kebijakan Utang dan ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BES). Tesis. Universitas Negeri Padang.
- Riyanto, B., (2001), *Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan*, Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh, BPFE-UGM, Yogyakarta.
- Soliha, Euis dan Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*:
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori Dan Aplikasi*. Edisi 4. Cetakan 1. BPFE. Yogyakarta.
- Sudaryanti, Dedeh Sri. 2010, Pengaruh *Agency Cost*, Resiko Pasar, Dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen. Tesis. Universitas Padjadjaran Bandung.
- Taswan 2003. Analisis Pengaruh *Insider Ownership*, kebijakan hutang dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan serta faktor-faktor yang mempengaruhinya. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* Vol 10, No 2, 162-181.

www.idx.go.id
www.sahamok.com