

FAKTOR PENENTU NILAI PERUSAHAAN: INVESTMENT OPPORTUNITY SET, KEBIJAKAN UTANG, DAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Inuk Wahyuni Istiqomah¹

¹ Program Studi Akuntansi, Universitas Mayjen Sungkono Mojokerto

Email : inukwi29@gmail.com

Abstract

This study examines the effect of investment opportunity set, debt policy, and dividend policy on firm value in pharmaceutical companies listed on the Indonesia Stock Exchange. Firm value is measured using Tobin's Q, while investment opportunity set is proxied by market to book value of equity, debt policy by debt to equity ratio, and dividend policy by dividend payout ratio. This research applies a quantitative approach using secondary data obtained from annual financial statements. The sample was selected through purposive sampling and produced seven pharmaceutical companies that met the criteria. The data were analyzed using multiple linear regression, classical assumption testing, t test, F test, and coefficient of determination. The empirical findings show that investment opportunity set has a positive and significant effect on firm value, debt policy has a positive and significant effect on firm value, while dividend policy has a negative and insignificant effect on firm value. Simultaneously, investment opportunity set, debt policy, and dividend policy significantly affect firm value. These findings indicate that growth opportunities and financing decisions are important considerations for investors in assessing pharmaceutical firms, while dividend policy does not necessarily become the main determinant of market valuation.

Keywords: Firm Value, Investment Opportunity Set, Debt Policy, Dividend Policy, Tobin's Q

1. PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peran penting sebagai sarana pendanaan bagi perusahaan dan sebagai wahana investasi bagi masyarakat. Otoritas Jasa Keuangan menjelaskan bahwa pasar modal menjalankan dua fungsi utama, yaitu sebagai sumber pendanaan usaha dan sebagai sarana investasi bagi masyarakat pemodal (Otoritas Jasa Keuangan, 2023). Melalui penerbitan saham, perusahaan memperoleh tambahan modal untuk menjalankan kegiatan operasional, melakukan ekspansi, serta mempertahankan kelangsungan usaha. Bagi investor, pasar modal menyediakan alternatif penempatan dana dengan harapan memperoleh return yang sepadan dengan risiko yang ditanggung. Oleh karena itu, informasi mengenai kondisi dan prospek perusahaan menjadi kebutuhan mendasar dalam proses pengambilan keputusan investasi. Salah satu ukuran yang banyak digunakan oleh investor dalam menilai keberhasilan perusahaan adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan menggambarkan persepsi pasar terhadap kinerja dan prospek perusahaan. Suteja et al. (2023) menegaskan bahwa peningkatan nilai perusahaan menjadi tujuan utama perusahaan karena nilai tersebut mencerminkan keberhasilan manajemen dalam mengelola keputusan keuangan dan menciptakan manfaat bagi pemegang saham. Apabila nilai perusahaan tinggi, investor cenderung memandang perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan dan mempertahankan pertumbuhan pada masa mendatang. Sebaliknya, nilai perusahaan yang rendah dapat menjadi sinyal bahwa pasar kurang percaya terhadap kemampuan manajemen dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham.

Nilai perusahaan berkaitan erat dengan harga saham karena harga saham terbentuk melalui mekanisme permintaan dan penawaran di pasar modal. Perusahaan yang mampu menunjukkan kinerja baik akan memperoleh apresiasi dari investor, yang kemudian tercermin dalam kenaikan harga saham. Kondisi ini menjadikan nilai perusahaan sebagai indikator penting untuk mengevaluasi kesejahteraan pemegang saham sekaligus efektivitas keputusan manajemen. Dalam penelitian ini, nilai perusahaan diproksikan dengan Tobin's Q karena rasio tersebut mampu menggambarkan perbandingan antara nilai pasar perusahaan dengan nilai buku aset yang dimiliki. Xie et al. (2022) menjelaskan bahwa Tobin's Q dapat merefleksikan kinerja perusahaan, ekspektasi investor, dan prospek pertumbuhan pasar. Karena itu, Tobin's Q relevan digunakan dalam penelitian yang menilai respons pasar terhadap keputusan keuangan perusahaan. Upaya perusahaan dalam meningkatkan nilai tidak dapat dilepaskan dari keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan pembagian laba. Ketiga keputusan tersebut merupakan bagian dari fungsi keuangan yang saling berkaitan. Keputusan investasi tercermin melalui investment opportunity set atau IOS, yaitu peluang investasi yang dimiliki perusahaan saat ini dan masa yang akan datang. Perusahaan dengan IOS tinggi dipandang memiliki prospek pertumbuhan yang lebih baik sehingga berpotensi meningkatkan nilai pasar perusahaan. Hermawan et al. (2025) menunjukkan bahwa IOS menjadi salah satu faktor yang relevan dalam menjelaskan nilai perusahaan karena peluang investasi dapat memengaruhi ekspektasi investor terhadap pertumbuhan dan kinerja keuangan. Sejalan dengan itu, Suteja et al. (2023) menyatakan bahwa keputusan investasi merupakan keputusan keuangan penting yang perlu dikendalikan melalui pengelolaan dana dan risiko yang tepat agar mampu mendukung penciptaan nilai.

Selain IOS, kebijakan utang juga menjadi faktor yang memengaruhi nilai perusahaan. Utang dapat memberikan manfaat bagi perusahaan karena mampu menyediakan sumber pendanaan eksternal untuk mendukung aktivitas operasional maupun ekspansi. Penggunaan utang juga dapat menimbulkan efek disiplin terhadap manajemen karena perusahaan memiliki kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang. Alghifari et al. (2022) menemukan bahwa struktur modal memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan nonkeuangan di Indonesia, terutama pada kelompok perusahaan yang dominan menggunakan utang. Namun, proporsi utang yang terlalu besar dapat meningkatkan risiko keuangan. Karena itu, kebijakan utang perlu dikelola secara optimal agar dapat meningkatkan nilai perusahaan tanpa memperbesar risiko kebangkrutan secara berlebihan.

Kebijakan dividen juga menjadi perhatian investor karena dividen merupakan bentuk pengembalian langsung atas investasi saham. Investor tertentu memandang pembayaran dividen sebagai sinyal positif mengenai kemampuan perusahaan menghasilkan laba dan kas. Tinungki et al. (2022) menemukan bahwa perusahaan di Indonesia dapat mempertahankan atau meningkatkan dividen sebagai sinyal positif kepada investor dalam kondisi pasar yang penuh tekanan. Namun, dividen yang terlalu besar dapat mengurangi laba ditahan yang seharusnya dapat digunakan untuk membiayai investasi masa depan. Njoku dan Lee (2024) menegaskan bahwa hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan tidak selalu seragam karena investor dapat menafsirkan sinyal dividen secara berbeda sesuai kondisi perusahaan, struktur kepemilikan, dan tata kelola perusahaan. Dengan demikian, hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan tidak selalu sederhana karena sangat bergantung pada kebutuhan investasi, struktur pendanaan, dan preferensi investor.

Permasalahan keagenan menjadi dasar lain yang penting dalam penelitian ini. Manajer memiliki wewenang untuk mengelola aset perusahaan, namun kepentingan manajer tidak

selalu sama dengan kepentingan pemegang saham. Jika keputusan manajemen lebih mengutamakan kepentingan pribadi, maka biaya keagenan dapat muncul dan berpotensi menurunkan nilai perusahaan. Njoku dan Lee (2024) menjelaskan bahwa kebijakan dividen dapat dipahami melalui perspektif agency problem, terutama ketika manajer memiliki ruang untuk mengambil keputusan yang tidak selalu selaras dengan kepentingan pemegang saham. Dabboussi et al. (2024) juga menunjukkan bahwa pembiayaan utang dan kebijakan dividen berkaitan dengan biaya keagenan arus kas bebas. Dalam konteks tersebut, IOS, kebijakan utang, dan kebijakan dividen dapat dipandang sebagai mekanisme yang memengaruhi persepsi investor terhadap efektivitas pengelolaan perusahaan. Penelitian ini difokuskan pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019 sampai 2024. Sektor farmasi dipilih karena memiliki karakteristik bisnis yang berkaitan dengan kebutuhan masyarakat, inovasi produk, pengelolaan aset, serta kebutuhan pendanaan yang relatif besar. Kementerian Kesehatan Republik Indonesia (2025) menegaskan bahwa penguatan industri farmasi nasional membutuhkan penelitian, pengembangan, produksi, insentif, dan jaminan pasar agar kemandirian bahan baku obat dapat meningkat. Rosita (2024) juga menunjukkan bahwa penilaian nilai perusahaan pada sektor farmasi tidak cukup hanya dilihat dari profitabilitas, karena faktor lain seperti struktur modal, pertumbuhan pendapatan, dan kondisi pasar dapat ikut memengaruhi nilai perusahaan. Perusahaan farmasi juga menghadapi tuntutan untuk terus menjaga kualitas produk dan mengembangkan peluang pertumbuhan, sehingga keputusan investasi, pendanaan, dan dividen menjadi relevan untuk diteliti. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan kajian akuntansi keuangan, khususnya mengenai faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan. Selain itu, hasil penelitian juga diharapkan bermanfaat bagi manajemen dan investor dalam mempertimbangkan strategi keuangan yang mendukung penciptaan nilai perusahaan.

2. KAJIAN LITERATUR

2.1. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan nilai jual perusahaan sebagai bisnis yang sedang beroperasi. Nilai ini mencerminkan aset, kemampuan manajemen, serta prospek perusahaan dalam menghasilkan manfaat ekonomi. Dalam pasar modal, nilai perusahaan tercermin pada harga saham yang terbentuk melalui permintaan dan penawaran investor. Semakin tinggi harga saham, semakin baik persepsi pasar terhadap prospek perusahaan (Prabawati & Rahmawati, 2022). Nilai perusahaan dapat diukur dengan Price Earning Ratio, Price to Book Value, dan Tobin's Q. Penelitian ini menggunakan Tobin's Q karena rasio ini membandingkan nilai pasar ekuitas dan total utang terhadap total aktiva. Tobin's Q yang tinggi menunjukkan bahwa pasar menilai perusahaan lebih tinggi dibandingkan nilai buku asetnya. Kondisi ini menjadi sinyal adanya prospek pertumbuhan dan kinerja yang baik (Prabawati & Rahmawati, 2022).

Nilai perusahaan juga dipengaruhi oleh keputusan keuangan manajemen, terutama keputusan investasi, struktur pendanaan, dan kebijakan dividen. Investor menilai apakah perusahaan memiliki peluang pertumbuhan, struktur utang yang sehat, serta kebijakan pembagian laba yang mendukung strategi jangka panjang. Suteja et al. (2023) menyatakan bahwa keputusan investasi berperan penting dalam meningkatkan nilai perusahaan. Haryanto et al. (2025) juga menunjukkan bahwa keputusan investasi, pendanaan, dan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen dapat menjadi sinyal kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan arus kas. Namun, pengaruh dividen terhadap nilai perusahaan tidak selalu sama pada setiap perusahaan. Njoku dan Lee (2024)

menjelaskan bahwa dampak kebijakan dividen dapat berbeda karena dipengaruhi oleh struktur kepemilikan, tata kelola, dan persepsi investor. Karena itu, perusahaan perlu menyeimbangkan pembagian dividen dan kebutuhan pendanaan investasi agar tetap mendukung penciptaan nilai jangka panjang.

2.2. Investment Opportunity Set (IOS)

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki perusahaan saat ini dan peluang investasi yang dapat dimanfaatkan pada masa depan. IOS menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengembangkan aset, memperluas kegiatan usaha, dan menciptakan nilai tambah. Perusahaan dengan IOS tinggi biasanya dinilai memiliki prospek pertumbuhan yang lebih baik karena pasar melihat adanya peluang peningkatan laba dan nilai perusahaan pada masa mendatang (Hermawan et al., 2025). IOS dapat diproksikan melalui beberapa pendekatan, seperti proksi berbasis harga, investasi, dan varian. Penelitian ini menggunakan proksi berbasis harga, yaitu market to book value of equity (MVE/BVE). Rasio ini menunjukkan perbandingan antara nilai pasar ekuitas dan nilai buku ekuitas. Hermawan et al. (2025) menggunakan market book value of equity sebagai ukuran IOS karena rasio tersebut mencerminkan ekspektasi pasar terhadap peluang pertumbuhan perusahaan. Semakin tinggi MVE/BVE, semakin besar keyakinan pasar bahwa perusahaan mampu mengelola modal untuk menghasilkan pertumbuhan.

Perusahaan dengan IOS tinggi cenderung lebih menarik bagi investor karena dinilai memiliki proyek investasi yang berpotensi menghasilkan nilai ekonomi. Ketika investor percaya bahwa perusahaan mampu memanfaatkan peluang tersebut, permintaan saham dapat meningkat dan mendorong kenaikan nilai perusahaan. Sudiyatno et al. (2023) menemukan bahwa IOS berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Pradnya dan Panji (2022) juga menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.3. Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan keputusan manajemen mengenai penggunaan pendanaan eksternal yang bersumber dari kreditur. Utang dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional, ekspansi usaha, dan investasi jangka panjang. Dalam struktur modal, utang berperan sebagai sumber dana tambahan tanpa harus menerbitkan saham baru. Alghifari et al. (2022) menjelaskan bahwa struktur modal menjadi bagian penting dari strategi keuangan perusahaan karena berkaitan dengan upaya meningkatkan nilai perusahaan. Penggunaan utang dapat memberikan manfaat berupa tax shield karena beban bunga dapat mengurangi beban pajak perusahaan. Susilawaty (2021) menunjukkan bahwa debt tax shield berpengaruh terhadap struktur modal, sehingga manfaat pajak menjadi salah satu pertimbangan dalam keputusan pendanaan. Selain itu, utang juga dapat menjadi mekanisme pengendalian terhadap manajer karena perusahaan harus memenuhi kewajiban pembayaran secara periodik. Namun, penggunaan utang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko gagal bayar dan tekanan keuangan. Karena itu, kebijakan utang perlu ditempatkan pada tingkat yang optimal.

Kebijakan utang diukur dengan debt to equity ratio atau DER, yaitu perbandingan total utang dengan total ekuitas. DER menunjukkan seberapa besar pembiayaan perusahaan ditopang oleh utang dibandingkan modal sendiri. Sugianti et al. (2025) menggunakan DER sebagai proksi kebijakan utang dalam menguji pengaruhnya terhadap nilai perusahaan pada perusahaan indeks Kompas100 di Bursa Efek Indonesia. DER yang dikelola secara wajar dapat

memberi sinyal bahwa perusahaan mampu memanfaatkan pendanaan eksternal untuk mendukung operasional dan meningkatkan nilai perusahaan. Beberapa penelitian terbaru menunjukkan bahwa pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan dapat berbeda sesuai karakteristik perusahaan dan kondisi keuangan. Alghifari et al. (2022) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, terutama pada perusahaan yang dominan menggunakan utang. Namun, Sugianti et al. (2025) menemukan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa utang dapat mendukung penciptaan nilai jika dikelola secara optimal, tetapi dapat menjadi risiko jika tidak disesuaikan dengan kemampuan perusahaan membayar kewajiban.

2.4. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan perusahaan untuk membagikan laba kepada pemegang saham atau menahannya sebagai sumber pembiayaan investasi. Kebijakan ini penting karena berkaitan dengan kesejahteraan pemegang saham dan ketersediaan dana internal perusahaan. Tinungki et al. (2022) menjelaskan bahwa kebijakan dividen dapat menjadi sinyal positif bagi investor, terutama ketika perusahaan tetap mampu membagikan dividen dalam kondisi ekonomi yang tidak stabil. Terdapat beberapa pandangan mengenai dividen. Dividend irrelevance theory menyatakan bahwa dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan dalam kondisi pasar sempurna. Bird in the hand theory menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen karena dianggap lebih pasti dibandingkan capital gain. Sementara itu, tax preference theory menyatakan bahwa investor dapat lebih memilih laba ditahan apabila dividen dikenakan pajak lebih tinggi. Njoku dan Lee (2024) menegaskan bahwa pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dapat berbeda karena dipengaruhi oleh struktur kepemilikan, tata kelola, dan persepsi investor.

Penelitian ini mengukur kebijakan dividen dengan dividend payout ratio atau DPR, yaitu perbandingan antara cash dividend dan net income. DPR menunjukkan proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen. DPR yang tinggi dapat menjadi sinyal bahwa perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan kas. Namun, DPR yang terlalu tinggi dapat mengurangi dana internal untuk membiayai investasi. Pratiwi et al. (2022) menemukan bahwa kebijakan dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan, tetapi pengaruh tersebut dapat melemah apabila perusahaan memiliki struktur modal dengan utang yang tinggi. Karena itu, perusahaan perlu menyeimbangkan pembagian dividen dan kebutuhan investasi agar kebijakan dividen tetap mendukung penciptaan nilai perusahaan.

2.5. Pengembangan Hipotesis

IOS yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki peluang investasi yang dapat menghasilkan keuntungan pada masa mendatang. Apabila peluang tersebut dinilai positif oleh pasar, investor akan memberikan apresiasi melalui kenaikan harga saham. Dengan demikian, IOS diduga berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. H1: Investment opportunity set berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan apabila penggunaan utang mampu mendukung kegiatan produktif dan menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi daripada biaya utangnya. Utang juga dapat mengurangi konflik keagenan karena membatasi keleluasaan manajemen dalam menggunakan kas perusahaan. Dengan demikian, kebijakan utang diduga berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. H2: Kebijakan utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen dapat menjadi sinyal mengenai kemampuan perusahaan menghasilkan laba dan kas. Namun, pembagian dividen juga mengurangi laba ditahan yang dapat digunakan untuk investasi. Karena itu, arah pengaruh dividen terhadap nilai perusahaan dapat bergantung pada kondisi perusahaan. Penelitian ini mengajukan hipotesis bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. H3: Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen merupakan tiga aspek keuangan yang saling berkaitan. Ketiganya dapat membentuk persepsi investor mengenai prospek dan risiko perusahaan. Oleh karena itu, secara simultan IOS, kebijakan utang, dan kebijakan dividen diduga berpengaruh terhadap nilai perusahaan. H4: IOS, kebijakan utang, dan kebijakan dividen secara simultan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif karena bertujuan menguji pengaruh antarvariabel dengan data berbentuk angka dan analisis statistik. Pendekatan kuantitatif dipilih agar hubungan antara investment opportunity set, kebijakan utang, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan dapat diukur secara objektif. Data penelitian diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan sehingga termasuk data sekunder. Objek penelitian adalah perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024. Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan farmasi yang terdaftar pada periode tersebut. Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling dengan kriteria: perusahaan farmasi listing terus-menerus di BEI selama 2019-2024, menerbitkan laporan keuangan lengkap yang berakhir pada 31 Desember, serta memiliki data yang diperlukan untuk menghitung variabel penelitian.

Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh tujuh perusahaan sebagai sampel, yaitu PT Darya-Varia Laboratoria Tbk, PT Indofarma (Persero) Tbk, PT Kalbe Farma Tbk, PT Kimia Farma (Persero) Tbk, PT Tempo Scan Pacific Tbk, PT Merck Tbk, dan PT Pyridam Farma Tbk. Dengan periode pengamatan enam tahun, jumlah observasi yang dianalisis adalah 42 observasi perusahaan-tahun. Teknik pengumpulan data dilakukan melalui dokumentasi dengan menelusuri laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan dari Bursa Efek Indonesia serta sumber resmi yang relevan. Data yang terkumpul kemudian dihitung sesuai rumus operasional variabel dan dianalisis menggunakan regresi linier berganda dengan bantuan perangkat lunak statistik.

Tabel 1. Sampel Perusahaan Farmasi

No	Nama Perusahaan
1	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk
2	PT Indofarma (Persero) Tbk
3	PT Kalbe Farma Tbk
4	PT Kimia Farma (Persero) Tbk
5	PT Tempo Scan Pacific Tbk
6	PT Merck Tbk
7	PT Pyridam Farma Tbk

Sumber: data diolah dari kriteria purposive sampling.

Tabel 2. Pengukuran Operasional Variabel

Variabel	Proksi/Rumus	Keterangan	Referensi
Nilai Perusahaan (Y)	Tobin's Q = (MVE + Debt) / Total Aktiva	Mengukur nilai pasar perusahaan relatif terhadap aset yang dimiliki.	Prabawati & Rahmawati (2022), Vanenza et al. (2026)
Investment Opportunity Set (X1)	MVE/BVE = (Jumlah saham beredar x closing price) / Total ekuitas	Menggambarkan peluang pertumbuhan berbasis penilaian pasar terhadap ekuitas.	Vanenza et al. (2026)
Kebijakan Utang (X2)	DER = Total Utang / Total Ekuitas	Mengukur proporsi pendanaan utang dibandingkan modal sendiri.	Cholisoh & Lestari (2026), Boro et al. (2024)
Kebijakan Dividen (X3)	DPR = Cash Dividend / Net Income	Mengukur proporsi laba bersih yang dibagikan sebagai dividen kas.	Cholisoh & Lestari (2026), Ramadhan et al. (2024), Boro et al. (2024)

Sumber: ringkasan dari hasil penelitian terdahulu.

Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah: $Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + e$. Dalam model tersebut, Y adalah nilai perusahaan, a adalah konstanta, b_1 sampai b_3 adalah koefisien regresi, X1 adalah IOS, X2 adalah kebijakan utang, X3 adalah kebijakan dividen, dan e adalah error term. Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, model diuji menggunakan uji asumsi klasik yang meliputi normalitas, autokorelasi, multikolinearitas, dan heteroskedastisitas.

Pengujian hipotesis dilakukan melalui uji t dan uji F. Uji t digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial terhadap nilai perusahaan, sedangkan uji F digunakan untuk mengetahui pengaruh seluruh variabel independen secara simultan. Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui seberapa besar variasi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh IOS, kebijakan utang, dan kebijakan dividen.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik menunjukkan bahwa sebagian besar asumsi model regresi telah terpenuhi. Hasil normalitas menunjukkan sebaran data berada di sekitar garis diagonal sehingga data dinilai berdistribusi normal. Hasil multikolinearitas menunjukkan nilai VIF seluruh variabel berada jauh di bawah 10 sehingga tidak terdapat korelasi tinggi antarvariabel independen. Hasil heteroskedastisitas juga menunjukkan tidak adanya pola tertentu pada scatterplot sehingga model dapat dianggap bebas dari heteroskedastisitas. Namun demikian, nilai Durbin-Watson sebesar 0,700 menunjukkan adanya indikasi autokorelasi positif. Temuan ini perlu dicatat sebagai keterbatasan karena data penelitian berbentuk time series panel sederhana selama beberapa periode sehingga residual antarperiode dapat memiliki hubungan. Meskipun demikian, hasil regresi tetap digunakan sebagai dasar pembahasan dengan kehati-hatian dalam menarik kesimpulan.

Tabel 3. Ringkasan Uji Asumsi Klasik

Jenis Uji Asumsi Klasik	Indikator yang Digunakan	Hasil Pengujian	Kriteria Penilaian	Kesimpulan
Uji Normalitas	Grafik Normal Probability Plot	Titik-titik data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal	Data dikatakan normal apabila sebaran titik mengikuti garis diagonal	Data penelitian berdistribusi normal, sehingga model regresi memenuhi asumsi normalitas
Uji Autokorelasi	Nilai Durbin-Watson	Nilai Durbin-Watson sebesar 0,700, dengan nilai dl sebesar 1,357 dan du sebesar 1,660	Apabila $d < dl$, maka terdapat indikasi autokorelasi positif	Model regresi menunjukkan adanya indikasi autokorelasi positif
Uji Multikolinearitas	Nilai Variance Inflation Factor	VIF IOS sebesar 1,054; VIF DER sebesar 1,105; dan VIF DPR sebesar 1,052	Tidak terjadi multikolinearitas apabila nilai VIF < 10	Antarvariabel independen tidak menunjukkan gejala multikolinearitas
Uji Heteroskedastisitas	Grafik Scatterplot	Titik-titik menyebar secara acak dan tidak membentuk pola tertentu	Tidak terjadi heteroskedastisitas apabila sebaran titik tidak membentuk pola yang jelas	Model regresi tidak mengalami gejala heteroskedastisitas

Sumber: Output SPSS yang diringkas dari hasil penelitian.

4.2. Hasil Analisis Regresi

Tabel 4. Hasil Regresi Linier Berganda dan Uji t

Variabel	Koefisien Regresi B	Koefisien Beta	Nilai t hitung	Sig.	Arah Pengaruh	Keputusan Statistik
Konstanta	-383831,062	-	-2,445	0,019	Negatif	-
Investment Opportunity Set (X1)	0,316	0,246	2,161	0,037	Positif	Signifikan
Kebijakan Utang (X2)	970438,622	0,631	5,408	0,000	Positif	Signifikan
Kebijakan Dividen (X3)	-292101,670	-0,005	-0,048	0,962	Negatif	Tidak signifikan

Sumber: Output SPSS yang diringkas dari hasil penelitian.

Berdasarkan hasil regresi, model persamaan yang terbentuk adalah $Y = -383831,062 + 0,316X_1 + 970438,622X_2 - 292101,670X_3$. Koefisien IOS bernilai positif sebesar 0,316 yang berarti peningkatan IOS cenderung meningkatkan nilai perusahaan. Koefisien DER juga bernilai positif sebesar 970438,622 yang menunjukkan bahwa peningkatan kebijakan utang dalam batas tertentu dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sementara itu, koefisien DPR bernilai negatif sebesar -292101,670 yang menunjukkan bahwa peningkatan DPR cenderung menurunkan nilai perusahaan, meskipun pengaruhnya tidak signifikan.

Nilai signifikansi IOS sebesar 0,037 lebih kecil dari 0,05 sehingga IOS berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai signifikansi DER sebesar 0,000 juga lebih kecil dari 0,05 sehingga kebijakan utang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Adapun nilai signifikansi DPR sebesar 0,962 lebih besar dari 0,05 sehingga kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Tabel 5. Hasil Uji Simultan dan Determinasi

No.	Komponen Pengujian	Indikator Statistik	Nilai / Hasil	Keterangan
1	Uji F / ANOVA	df Regression	3	Menunjukkan jumlah variabel independen dalam model regresi
2	Uji F / ANOVA	df Residual	38	Menunjukkan jumlah derajat bebas residual atau error
3	Uji F / ANOVA	df Total	41	Menunjukkan total derajat bebas dalam model penelitian
4	Uji F / ANOVA	Nilai F hitung	14,361	Model regresi memiliki kemampuan dalam menjelaskan variasi variabel dependen
5	Uji Signifikansi Model	Sig.	0,000	Model regresi dinyatakan signifikan karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05
6	Koefisien Korelasi	R	0,729	Menunjukkan hubungan yang kuat antara variabel independen dan variabel dependen
7	Koefisien Determinasi	R Square	0,531	Sebesar 53,1% variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen
8	Koefisien Determinasi Disesuaikan	Adjusted R Square	0,494	Setelah disesuaikan, model mampu menjelaskan 49,4% variasi variabel dependen
9	Ketepatan Estimasi Model	Std. Error of the Estimate	716,767	Menunjukkan tingkat kesalahan estimasi dalam model regresi
10	Uji Autokorelasi	Durbin-Watson	0,700	Mengindikasikan adanya kecenderungan autokorelasi positif

Sumber: Output SPSS yang diringkas dari hasil penelitian.

Hasil uji F menunjukkan nilai F hitung sebesar 14,361 dengan signifikansi 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05, maka IOS, kebijakan utang, dan kebijakan dividen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, model penelitian layak digunakan untuk menjelaskan hubungan antarvariabel. Nilai R sebesar 0,729 menunjukkan adanya hubungan yang cukup kuat antara variabel independen dan nilai perusahaan. Nilai R Square sebesar 0,531 menunjukkan bahwa 53,1% variasi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh IOS, kebijakan utang, dan kebijakan dividen. Sisanya sebesar 46,9% dijelaskan oleh faktor lain di luar model penelitian, seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur kepemilikan, risiko bisnis, pertumbuhan penjualan, maupun kondisi makroekonomi.

Tabel 6. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Pernyataan	Hasil
H1	IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan	Diterima
H2	Kebijakan utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan	Diterima
H3	Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan	Ditolak
H4	IOS, kebijakan utang, dan kebijakan dividen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan	Diterima

Sumber: hasil analisis penelitian.

4.3. Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Investment Opportunity Set berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa peluang investasi menjadi sinyal penting bagi investor dalam menilai prospek perusahaan farmasi. Semakin besar peluang pertumbuhan yang dimiliki perusahaan, semakin tinggi pula kepercayaan pasar terhadap kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai pada masa mendatang. Dalam industri farmasi, peluang investasi dapat tercermin melalui ekspansi kapasitas produksi, pengembangan produk, inovasi, riset, distribusi, serta peningkatan daya saing. Oleh karena itu, IOS tidak hanya menunjukkan potensi pertumbuhan, tetapi juga menggambarkan kemampuan manajemen dalam mengarahkan sumber daya perusahaan ke proyek yang bernilai ekonomi. Temuan ini sejalan dengan Wibowo, Pratomo, dan Etika (2025) yang menemukan bahwa IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil serupa juga ditunjukkan oleh Cahya dan Septiani (2024), yang menyatakan bahwa IOS berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan dividen tidak menunjukkan pengaruh yang berarti. Dengan demikian, hasil penelitian ini memperkuat pandangan bahwa pasar lebih menghargai perusahaan yang memiliki prospek investasi kuat dibandingkan perusahaan yang hanya berfokus pada distribusi laba jangka pendek.

Kebijakan utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai beta yang paling besar menunjukkan bahwa kebijakan utang menjadi variabel yang paling dominan dalam model penelitian ini. Hasil ini mengindikasikan bahwa pasar tidak selalu memandang utang sebagai risiko, selama utang digunakan untuk mendukung aktivitas produktif. Pada perusahaan farmasi, penggunaan utang dapat diarahkan untuk memperluas fasilitas produksi, memperkuat rantai pasok, membiayai riset, serta meningkatkan kapasitas distribusi. Ketika utang dikelola secara efisien, investor dapat menilainya sebagai strategi pendanaan yang mampu mempercepat pertumbuhan perusahaan. Hasil ini mendukung temuan Bui, Nguyen, dan Pham (2023) yang menunjukkan bahwa rasio utang dapat memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, terutama ketika struktur modal digunakan secara optimal. Njoku dan Lee (2025) juga menjelaskan bahwa hubungan antara utang, dividen, dan nilai perusahaan bersifat kompleks, sehingga dampaknya sangat bergantung pada konteks tata kelola, struktur kepemilikan, dan efektivitas penggunaan dana. Dengan demikian, pengaruh positif DER dalam penelitian ini dapat dipahami sebagai sinyal bahwa perusahaan farmasi mampu menggunakan pendanaan eksternal untuk memperkuat kegiatan operasional dan investasi.

Kebijakan dividen berpengaruh negatif, tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa dividen bukan faktor utama yang dipertimbangkan investor dalam menilai perusahaan farmasi pada periode penelitian. Investor kemungkinan lebih memperhatikan prospek pertumbuhan, kemampuan perusahaan mengelola utang, serta arah investasi jangka panjang. Dalam sektor farmasi, laba yang tidak dibagikan sebagai dividen dapat digunakan kembali untuk riset, pengembangan produk, penguatan distribusi, atau peningkatan kapasitas produksi. Oleh karena itu, dividen yang rendah tidak selalu dipandang sebagai sinyal negatif apabila perusahaan mampu menunjukkan prospek pertumbuhan yang kuat. Hasil ini sejalan dengan temuan Cahya dan Septiani (2024) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Njoku dan Lee (2024) juga menegaskan bahwa pengaruh dividen terhadap nilai perusahaan tidak dapat dipahami secara tunggal, karena hasilnya dapat berbeda tergantung pada struktur kepemilikan, mekanisme tata kelola, dan karakteristik pasar. Theiri, Ben Hamad, dan Ben Amor (2023) juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat dipengaruhi oleh kondisi krisis dan tekanan keuangan, sehingga keputusan dividen tidak selalu mencerminkan kekuatan nilai perusahaan secara langsung.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan farmasi lebih banyak dipengaruhi oleh peluang investasi dan kebijakan pendanaan dibandingkan kebijakan dividen. IOS yang signifikan menunjukkan bahwa pasar menghargai prospek pertumbuhan perusahaan, sedangkan DER yang signifikan menunjukkan bahwa utang dapat meningkatkan nilai perusahaan apabila digunakan secara produktif. Sebaliknya, kebijakan dividen tidak menjadi faktor utama karena investor cenderung melihat potensi pertumbuhan jangka panjang sebagai dasar penilaian. Temuan ini memberikan implikasi bahwa manajemen perusahaan farmasi perlu menjaga keseimbangan antara ekspansi, pendanaan, dan distribusi laba. Perusahaan perlu menyampaikan informasi yang jelas mengenai rencana investasi dan penggunaan utang agar investor dapat menilai prospek perusahaan secara lebih rasional.

4.4. Implikasi Penelitian

Temuan penelitian menunjukkan bahwa perusahaan perlu menyusun strategi investasi yang sejalan dengan peluang pertumbuhan jangka panjang. IOS yang signifikan menandakan bahwa pasar menilai kemampuan perusahaan dalam menciptakan peluang investasi, sehingga manajemen perlu menyampaikan informasi yang jelas tentang ekspansi, inovasi, peningkatan kapasitas, dan rencana investasi. DER yang signifikan menunjukkan bahwa utang tidak selalu dipandang negatif, selama digunakan untuk kegiatan produktif. Namun, perusahaan tetap perlu menjaga keseimbangan agar utang tidak menimbulkan beban bunga dan risiko keuangan yang berlebihan.

Bagi investor, nilai perusahaan perlu dilihat dari peluang pertumbuhan, struktur pendanaan, dan kebijakan dividen. Dividen rendah tidak selalu mencerminkan kinerja buruk jika laba ditahan digunakan untuk investasi yang menciptakan nilai. Bagi akademisi, penelitian ini memperkuat pentingnya kajian tentang keputusan investasi, pendanaan, dan dividen terhadap nilai perusahaan. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, kepemilikan manajerial, atau tata kelola perusahaan.

4.5. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada jumlah sampel, variabel, metode analisis, dan sumber data. Sampel hanya mencakup tujuh perusahaan farmasi periode 2019-2024, sehingga

generalisasi hasil masih terbatas. Variabel yang digunakan juga hanya IOS, kebijakan utang, dan kebijakan dividen, sementara nilai perusahaan dapat dipengaruhi faktor lain. Selain itu, hasil Durbin-Watson menunjukkan indikasi autokorelasi positif, sehingga interpretasi perlu dilakukan dengan hati-hati. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan model panel data, seperti fixed effect atau random effect. Data penelitian juga bersumber dari laporan keuangan, sehingga hasil bergantung pada kelengkapan dan konsistensi pelaporan perusahaan.

5. KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh investment opportunity set, kebijakan utang, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024. Berdasarkan hasil pengujian, IOS terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa peluang investasi menjadi salah satu faktor penting yang diperhatikan investor dalam menilai prospek perusahaan farmasi.

Kebijakan utang juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa penggunaan utang dalam batas yang dapat dikelola mampu mendukung aktivitas perusahaan dan meningkatkan penilaian pasar. Utang dapat menjadi sumber pembiayaan yang produktif apabila digunakan untuk mendukung kegiatan operasional dan investasi yang memberikan nilai tambah. Kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen bukan faktor utama yang menentukan nilai perusahaan pada sampel penelitian. Investor kemungkinan lebih menekankan prospek pertumbuhan dan efektivitas penggunaan laba ditahan daripada besaran dividen kas yang dibagikan. Secara simultan, IOS, kebijakan utang, dan kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, keputusan investasi, pendanaan, dan distribusi laba harus dikelola secara terintegrasi agar dapat mendukung peningkatan nilai perusahaan. Manajemen perlu menjaga keseimbangan antara ekspansi, struktur modal, dan kebijakan dividen agar sejalan dengan tujuan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada jumlah sampel dan periode pengamatan. Selain itu, hasil uji autokorelasi menunjukkan adanya indikasi autokorelasi positif sehingga interpretasi hasil perlu dilakukan secara hati-hati. Penelitian selanjutnya disarankan memperluas periode pengamatan, menambah jumlah sektor atau perusahaan, serta memasukkan variabel lain seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, kepemilikan institusional, dan risiko bisnis agar model penelitian mampu menjelaskan nilai perusahaan secara lebih komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Alghifari, E. S., Hermawan, A., Gunardi, A., Rahayu, A., & Wibowo, L. A. (2022). Corporate financial strategy in an emerging market: Evidence from Indonesia. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(8), 362. <https://doi.org/10.3390/jrfm15080362>
- Boro, B. A. J., Nugroho, L., Putra, Y. M., & Ali, A. J. (2024). The effect of financial performance, good corporate governance, asset structure, dividend policy on debt policy. *Business, Management & Accounting Journal (BISMA)*, 1(1), 17–36. <https://doi.org/10.70550/bisma.v1i1.5>

- Bui, T. N., Nguyen, X. H., & Pham, K. T. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese stock market. *International Journal of Financial Studies*, 11(3), 100. <https://doi.org/10.3390/ijfs11030100>
- Cahya, Y. D., & Septiani, D. (2024). The effect of investment opportunity set, funding decisions and dividend policy on firm value. *Agregat: Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 8(1), 100–111. https://doi.org/10.22236/agregat_vol8.i1/15967
- Cholisoh, M. C. R., & Lestari, W. (2026). Financial decisions on firm value with profitability: A study on the property and real estate sector in the Indonesia Stock Exchange. *Ekspektra: Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 10(1), 19–37. <https://doi.org/10.25139/ekt.v10i1.11316>
- Dabboussi, M. (2024). Does debt structure explain the relationship between agency cost of free cash flow and dividend payment? Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(6), 223. <https://doi.org/10.3390/jrfm17060223>
- Gunardi, A., Alghifari, E. S., & Suteja, J. (2023). Keputusan investasi dan nilai perusahaan melalui efek moderasi corporate social responsibility dan profitabilitas: Teori dan bukti empiris. Scopindo Media Pustaka.
- Haryanto, S., Safriliana, R., Mutiah, N. A., Ariefudin, M. U., & Bachtiar, Y. (2025). Corporate financial decisions, financial stability, and firm value in Indonesian manufacturing firms. *Petra International Journal of Business Studies*, 8(2), 206–218. <https://doi.org/10.9744/petraijbs.8.2.206-218>
- Hermawan, S., Biduri, S., Maryati, E., Widiana, M. E., & Gunardi, A. (2025). Enterprise risk management, intellectual capital, and investment opportunity set on firm value through financial performance as an intervening variable. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. <https://doi.org/10.1108/JIABR-02-2024-0050>
- Kementerian Kesehatan Republik Indonesia. (2025, January 13). 3 langkah percepat produksi bahan baku obat dalam negeri. <https://kemkes.go.id/id/3-langkah-percepat-produksi-bahan-baku-obat-dalam-negeri>
- Njoku, O. E., & Lee, Y. (2024). Revisiting the effect of dividend policy on firm performance and value: Empirical evidence from the Korean market. *International Journal of Financial Studies*, 12(1), 22. <https://doi.org/10.3390/ijfs12010022>
- Otoritas Jasa Keuangan. (2023). Buku saku pasar modal. Otoritas Jasa Keuangan. <https://www.ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/info-terkini/Documents/Pages/Buku-Saku-Pasar-Modal/BUKU%20SAKU%20PSR%20MODAL%20OJK%202023.pdf>
- Prabawati, P. I., & Rahmawati, I. P. (2022). The effects of environmental, social, and governance scores on firm values in ASEAN member countries. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 26(2). <https://journal.uii.ac.id/JAAI/article/view/22834>
- Pradnya, P. K. M., & Panji, S. I. B. (2022). The impact of investment opportunity set, profitability, liquidity, and institutional ownership on firm value with dividend policy as moderating. *Eurasia: Economics & Business*, 8(62), 24–38.
- Rosalia, J., Utami, W. B., & Pratiwi, D. N. (2022). Pengaruh struktur modal, profitabilitas, kebijakan dividen, sales growth, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan: Studi kasus pada perusahaan properti dan real estate yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia tahun 2015–2019. *Jurnal Akuntansi dan Pajak*, 22(2), 971–979. <https://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/jap/article/view/2952>
- Sudiyatno, B., Sudarsi, S., Hartoto, W. E., & Fitriati, I. R. (2023). Does capital structure moderate the impact of the investment opportunity set and institutional ownership on

- firm value? *Investment Management and Financial Innovations*, 20(2), 79–88. [https://doi.org/10.21511/imfi.20\(2\).2023.07](https://doi.org/10.21511/imfi.20(2).2023.07)
- Sugianti, N., Wardani, L., & Sofiyah, S. (2025). The influence of debt policy, profitability and firm size on firm value with free cash flow as a moderating variable on the Kompas100 Index on the Indonesian Stock Exchange 2019–2023. *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting*, 6(2), 877–892. <https://doi.org/10.38035/dijefa.v6i2.4086>
- Theiri, S., Ben Hamad, S., & Ben Amor, M. (2023). Dividend policy and crisis: Exploring the interplay between performance and financial constraints in the French context. *Heliyon*, 9(10), e20586. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e20586>
- Tinungki, G. M., Robiyanto, R., & Hartono, P. G. (2022). The effect of COVID-19 pandemic on corporate dividend policy in Indonesia: The static and dynamic panel data approaches. *Economies*, 10(1), 11. <https://doi.org/10.3390/economies10010011>
- Vanenza, D. P., Hizazi, A., & Olimsar, F. (2026). The effect of free cash flow, investment opportunity set, and size on firm value with institutional ownership as moderating variable. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Universitas Jambi*, 11(2), 120–137. <https://doi.org/10.22437/jaku.v11i02.53472>
- Wibowo, G., Pratomo, D., & Etika, C. (2025). Investment opportunity set, firm growth, and profitability on firm value: The moderating role of CSR in Indonesian manufacturing firms (JII). *Golden Ratio of Auditing Research*, 6(1), 117–133. <https://doi.org/10.52970/grar.v6i1.1461>