

## PENGARUH KEPUTUSAN INVESTASI DAN KEPUTUSAN PENDANAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN *CORPORATE GOVERNANCE* SEBAGAI VARIABEL MODERATING

Tito Gustiandika, P. Basuki Hadiprajitno<sup>1</sup>

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

### ABSTRACT

*This research aim for testing by empirical methode such as (1) influence of investment decision to corporate values, (2) influence of financing decition to corporate values, (3) influence of Corporate Governance (CG) application to corporate values, (4) influence of investment decision to CG corporate values as moderating variable, and (5) influence of financing decision to CG corporate values as moderating variable. Independent variable that is used in this research is corporate values and CG as moderating variable.*

*Corporate sample in the research are corporate that have score at CGPI with observation periode is 2007 to 2011. Purposive sampling methode used to collect the data for this resarh and it use 46 corporate and this research use multiple regression for data analysis.*

*Result from this research are (1) investment decision have positive influence to corporate values, (2) financing decition have positive influence to corporate values, (3) Corporate Governance have positive influence to corporate values, (4) Corporate Governance do not have moderating efect in the moderation of investment decision influence to corporate values, (5) Corporate Governance have moderating efect in moderation of positive from financing decition to corporate values.*

*Key words : Corporate values, Investment decision, Financing decision, Corporate Governance.*

### PENDAHULUAN

Di era globalisasi perkembangan bisnis di Indonesia mengalami kemajuan yang pesat. Hal ini ditunjukkan dengan semakin bertambahnya jumlah perusahaan sehingga membuat persaingan yang semakin ketat. Perusahaan-perusahaan yang bergerak baik di bidang jasa, manufaktur, maupun dagang saling bersaing untuk dapat bertahan dan menjadi yang terbaik. Hal ini mendorong masing-masing perusahaan untuk melakukan berbagai inovasi dan strategi bisnis agar terhindar dari kebangkrutan.

Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan laba dan mengoptimalkan nilai perusahaan. Menurut Van Horne (2005), *profit maximization* ditawarkan sebagai tujuan yang tepat untuk perusahaan. Seorang manajer dapat terus menunjukkan peningkatan laba dengan hanya menerbitkan saham dan menggunakan hasilnya untuk berinvestasi. Nilai perusahaan mencerminkan aset yang dimiliki oleh perusahaan (Prapaska, 2012). Nilai perusahaan dapat dinilai dari harga sahamnya yang stabil dan mengalami kenaikan dalam jangka panjang.

Optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan juga dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dalam hal ini satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French, 1998). Menurut Hasnawati (2005), manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Hasnawati (2005) menemukan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

---

<sup>1</sup> Corresponding Author

Keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan ketika perusahaan ingin menciptakan nilai (Van Horne, 2005). Keputusan investasi harus dipertimbangkan secara cermat agar memberikan manfaat dimasa yang akan datang. Keputusan investasi membantu manajer dalam menggunakan sumber daya secara efisien. Dapat disimpulkan semakin efisien perusahaan menggunakan sumber dayanya, maka semakin besar pula kepercayaan dari calon investor untuk membeli sahamnya (Hasnawati, 2005). Dengan demikian semakin tinggi keuntungan perusahaan semakin tinggi nilai perusahaan, yang berarti semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan.

Keputusan penting yang kedua dalam perusahaan berkaitan dengan keputusan pendanaan. Prapaska (2012) menyebutkan bahwa sumber pendanaan dapat diperoleh dari internal perusahaan maupun eksternal perusahaan. Selain itu sumber pendanaan bisa berasal dari hutang atau modal sendiri. Manajer keuangan harus menetapkan cara terbaik untuk mendapatkan dana, dapat melalui pinjaman jangka pendek, cara memasuki kesepakatan sewa jangka panjang, atau negosiasi untuk penjualan obligasi atau saham, harus dipahami oleh manajer keuangan. Dalam keputusan pendanaan, manajer berhubungan dengan perbaikan sisi kanan neraca.

Menurut Brigham dan Gapenski (1996), nilai perusahaan dapat ditingkatkan dengan kebijakan hutang. Besarnya hutang yang digunakan oleh perusahaan adalah suatu kebijakan yang berhubungan dengan struktur modal. Mogdilian dan Miller (1963) dalam Muliarti (2010) menyatakan bahwa semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi nilai perusahaan, karena sebagian perusahaan menganggap bahwa penggunaan hutang dirasa lebih aman daripada menerbitkan saham baru. Oleh sebab itu perusahaan harus dapat meningkatkan kepercayaan para kreditur untuk meminjamkan dana kepada perusahaan. Penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan, karena kemungkinan terjadinya perusahaan tidak mampu membayar kewajiban akan semakin besar. Risiko kebangkrutan akan semakin tinggi karena bunga meningkat. Oleh karena itu, perusahaan harus sangat hati-hati dalam menentukan kebijakan hutangnya, karena peningkatan penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaannya (Sujoko dan Soebiantoro dalam Prapaska, 2012).

Pada tahun 2001 tercatat skandal keuangan di perusahaan publik yang melibatkan manipulasi laporan keuangan oleh PT. Lippo Tbk. dan PT. Kimia Farma Tbk (Boediono, 2005). Hal tersebut membuktikan bahwa praktik manipulasi laporan keuangan tetap dilakukan oleh pihak korporat meskipun sudah menjauhi periode krisis tahun 1997-1998. Salah satu penyebab kondisi ini adalah kurangnya penerapan *corporate governance*. Bukti menunjukkan lemahnya praktik *corporate governance* di Indonesia mengarah pada defisiensi pembuatan keputusan dalam perusahaan dan tindakan perusahaan (Alijoyo *et al.*, 2004).

Konsep *corporate governance* diajukan demi tercapainya pengelolaan perusahaan yang lebih transparan bagi semua pengguna laporan keuangan. Bila konsep ini diterapkan dengan baik maka diharapkan pertumbuhan ekonomi akan terus menanjak seiring dengan transparansi pengelolaan perusahaan yang makin baik dan nantinya menguntungkan banyak pihak. Sistem *corporate governance* memberikan perlindungan efektif bagi pemegang saham dan kreditor sehingga mereka yakin akan memperoleh *return* atas investasinya dengan benar. *Corporate governance* juga membantu menciptakan lingkungan kondusif demi terciptanya pertumbuhan yang efisien dan *sustainable* di sektor korporat. *Corporate governance* dapat didefinisikan sebagai susunan aturan yang menentukan hubungan antara pemegang saham, manajer, kreditor, pemerintah, karyawan, dan *stakeholder* internal dan eksternal yang lain sesuai dengan hak dan tanggung jawabnya (FCGI, 2003).

Sarnianto, (2001), mengatakan bahwa *corporate governance* tidak menjamin kinerja bisnis bagus, tetapi bisa mengangkat nilai saham. Lebih jauh Chandra dan Sarnianto, (2005), menjelaskan bahwa penerapan *corporate governance* diyakini mampu menciptakan kondisi yang kondusif dan

landasan yang kokoh untuk menjalankan operasional perusahaan yang baik, efisien dan menguntungkan. Hal yang sama juga dikemukakan oleh Komite Nasional Kebijakan Corporate Governance (KNKCG) yang dibentuk berdasarkan Keputusan Menko Ekuin Nomor: KEP/31/M.EKUIIN/08/1999 telah mengeluarkan pedoman CG yang pertama. Pedoman tersebut telah beberapa kali disempurnakan, terakhir pada tahun 2001.

Penelitian terdahulu mengenai keputusan investasi dan keputusan pendanaan yang dilakukan oleh Prapaska. (2012) yang menemukan adanya hubungan tingkat profitabilitas, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden dengan nilai perusahaan. Penelitian lainnya dilakukan oleh Wijaya (2010) yang menemukan adanya pengaruh signifikan keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan. Alonso *et al.*, (2005) juga menemukan adanya pengaruh keputusan pendanaan, kebijakan dividen dan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dimana perusahaan memiliki kesempatan untuk tumbuh (*growth oportunities*). Penelitian mengenai tata kelola perusahaan sudah banyak dilakukan (Klapper dan Love, 2002; Nur sayidah 2007; Tri Purwarni 2010; dan Titik Purwantini 2012)

Penelitian ini berusaha memberikan bukti empiris baru mengenai pengaruh keputusan investasi dan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan CG sebagai variabel moderatingnya. Dengan adanya CG sebagai variabel moderating diharapkan dapat membuat para manajer perusahaan untuk memilih keputusan investasi dan keputusan pendanaan dengan benar. Penelitian ini menggunakan sampel seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2009-2011.

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, secara garis besar rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
3. Apakah keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan CG sebagai variabel moderating?
4. Apakah keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan CG sebagai variabel moderating?

## **KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

### **Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu**

#### **Teori Agensi**

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara principal dengan agent. Menurut Darmawati *et al.* (2005), inti dari hubungan keagenan adalah adanya pemisahan antara kepemilikan (principal/investor) dan pengendalian (agen/manajer). Kepemilikan diwakili oleh investor mendelegasikan kewenangan agen dalam hal ini manajer untuk mengelola kekayaan investor. Investor mempunyai harapan bahwa dengan mendelegasikan wewenang pengelolaan tersebut, mereka akan memperoleh keuntungan dengan bertambahnya kekayaan dan kemakmuran investor. Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah pada saat pihak-pihak yang bersangkutan mempunyai tujuan yang berbeda. Pemilik modal menghendaki bertambahnya kekayaan dan kemakmuran para pemilik modal, sedangkan manajer juga menginginkan bertambahnya kesejahteraan bagi para manajer. Dengan demikian muncullah konflik kepentingan antara pemilik (investor) dengan manajer (agen). Pemilik lebih tertarik untuk memaksimalkan return dan harga sekuritas dai investasinya, sedangkan manajer mempunyai kebutuhan psikologis dan ekonomi yang luas, termasuk memaksimalkan kompensasinya, kontrak yang dibuat antara pemilik dengan manajer diharapkan dapat meminimumkan konflik antar kedua kepentingan tersebut.

Dalam rangka memahami *corporate governance* maka digunakanlah dasar perspektif hubungan keagenan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah

sebuah kontrak antara manajer (agen) dengan investor (principal). Terjadinya konflik kepentingan antara pemilik dan agen karena kemungkinan agen bertindak tidak sesuai dengan kepentingan principal, sehingga memicu biaya keagenan (*agency cost*).

*Good Corporate governance* yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan dapat berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima return atas dana yang telah mereka investasikan. *corporate governance* sangat berkaitan dengan bagaimana membuat para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan mencuri, menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek - proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana/kapital yang telah ditanamkan oleh investor. Dengan kata lain yakni *Good corporate governance* diharapkan akan dapat berfungsi untuk menekan atau menurunkan biaya keagenan (*agency cost*).

### Teori Signal (Signalling Theory)

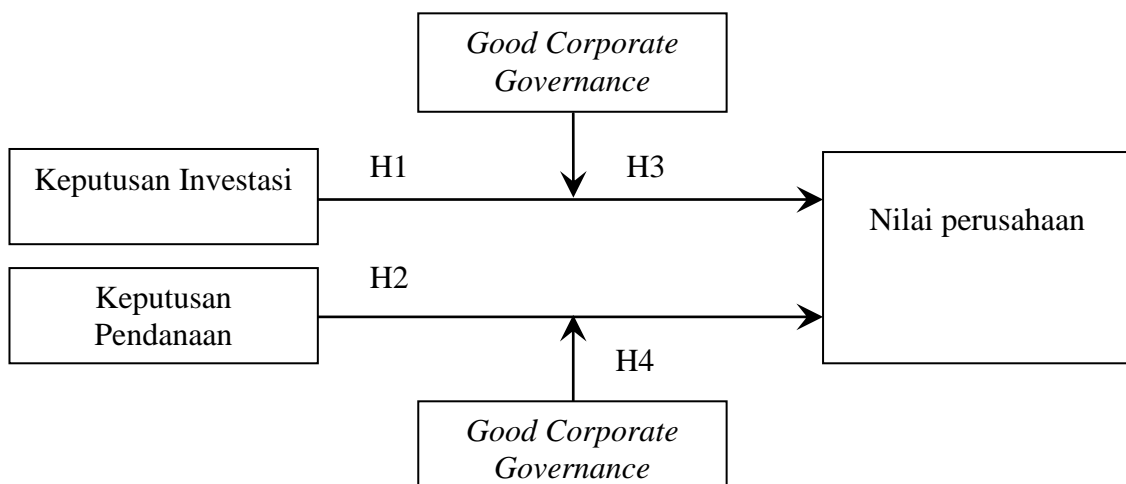
Teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan hutang.

Berdasarkan teori sinyal, pengeluaran investasi memberikan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Teori ini menunjukkan bahwa pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal, khususnya kepada investor maupun kreditor bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh di masa mendatang

Teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar karena perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang daripada pihak luar (investor dan kreditor). Kurangnya informasi bagi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri mereka dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi informasi asimetri. Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar, salah satunya berupa informasi keuangan yang dapat dipercaya dan akan mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan yang akan datang (Wolk *et al*, 2000).

Melihat adanya hubungan antara keputusan investasi, keputusan pendanaan, Good Corporate Governance, dan nilai perusahaan, maka kerangka pemikiran untuk penelitian ini adalah:

**Gambar 1 Kerangka Pemikiran Teoritis**



## Hipotesis

Keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan ketika perusahaan ingin menciptakan nilai (Van Horne, 2005). Menurut Fama dan French dalam Wijaya (2010) optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan. Menurut Chung dan Charoenwong dalam Prapaska (2012), pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah adanya kesempatan investasi yang menghasilkan keuntungan. Semakin besar kesempatan investasi yang menguntungkan maka investasi yang dilakukan akan semakin besar.

Berdasarkan teori sinyal, pengeluaran investasi memberikan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Teori ini menunjukkan bahwa pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal, khususnya kepada investor maupun kreditor bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh di masa mendatang. Berdasarkan asumsi di atas, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

### **H1: keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.**

Prapaska (2012) menyebutkan bahwa sumber pendanaan dapat diperoleh dari internal perusahaan maupun eksternal perusahaan. Selain itu sumber pendanaan bisa berasal dari hutang atau modal sendiri. Menurut Brigham dan Gapenski (1996), nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui kebijakan hutang. Besarnya hutang yang digunakan oleh perusahaan adalah suatu kebijakan yang berhubungan dengan struktur modal. Mogdilian dan Miller (1963) dalam Mulianti (2010) menyatakan bahwa semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi nilai perusahaan, karena sebagian perusahaan menganggap bahwa penggunaan hutang dirasa lebih aman daripada menerbitkan saham baru.

Fama dan French (1998) menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari leverage memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Hasnawati (2005) menemukan bahwa keputusan pendanaan mempengaruhi nilai perusahaan secara positif sebesar 16%. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Mengacu pada teori agensi, pemisahan kepemilikan dari pihak manajemen akan menciptakan situasi dimana manajemen akan bertindak untuk kepentingannya sendiri. Mereka akan membuat keputusan yang optimal hanya jika insentif yang tepat diberikan serta hanya jika para agen diawasi (Jensen dan Mackling dalam Van Horne, 2005). Berdasarkan asumsi diatas, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

### **H2: Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan**

Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) sangat dibutuhkan untuk mengawasi manajemen dalam memaksimalkan nilai pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling dalam Van Horne (2005), principal (pemegang saham) yakin bahwa agen (pihak manajemen) akan membuat keputusan yang optimal hanya jika mereka diberikan insentif (bonus, penghasilan tambahan, dan opsi saham) dengan tepat, serta hanya jika mereka diawasi. . Semakin baik tata kelola perusahaan (GCG) semakin tinggi pula nilai perusahaannya (Klapper dan Love, 2002; Mulyati, 2010; Purwantini, 2010).

Berdasarkan teori agensi, terjadinya konflik kepentingan antara pemilik dan agen karena kemungkinan agen bertindak tidak sesuai dengan kepentingan principal, sehingga memicu biaya keagenan (agency cost). Dengan kata lain yakni *Good corporate governance* diharapkan akan

dapat berfungsi untuk menekan atau menurunkan biaya keagenan (agency cost). Berdasarkan asumsi diatas, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

**H3: Penerapan Corporate Governance memperkuat pengaruh positif keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.**

**H4: Penerapan Corporate Governance memperkuat pengaruh positif keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.**

**METODE PENELITIAN**

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di IICG pada periode 2007-2011. Sampel penelitian ini diperoleh dengan metode *purposive sampling*, dengan kriteria: (i) seluruh perusahaan dalam kondisi aktif pada saat penelitian dan membagikan dividen kas berturut-turut dari tahun 2007-2011, dan (ii) telah memperoleh score GCG pada tahun 2007-2011.

Penelitian ini melibatkan tiga jenis variabel, yaitu: variabel dependen, variable independen, dan variabel moderating. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan, sedangkan variabel independen dalam penelitian ini adalah keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Variabel moderating dalam penelitian ini adalah penerapan *Good corporate governance*.

**Tabel 1 Definisi dan Operasionalisasi Variabel**

<b>Variabel Dependen</b>	
<b>Nilai Perusahaan</b>	nilai pasar akhir tahun diprosikan <i>Price to Book Value (PBV)</i> $PBV = \frac{\text{harga saham}}{\text{nilai buku per lembar saham}}$
<b>Variabel Independen</b>	
<b>Keputusan investasi</b>	kombinasi antara aktiva yang dimiliki ( <i>assets in place</i> ) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan <i>net present value</i> positif, diprosikan <i>market to book value of assets</i> . $MBVA = \frac{\text{total aset} - \text{total ekuitas} + (\text{jumlah lembar saham beredar} \times \text{closing price})}{\text{total aset}}$
<b>Keputusan pendanaan</b>	keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan, diprosikan melalui <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> . $DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$
<b>Variabel Moderating</b>	
<b>Good corporate governance</b>	skor CGPI yang dipublikasikan oleh Forum GCG Indonesia (FCGI)

Berdasarkan hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian ini, metode analisis data yang digunakan adalah metode analisis regresi berganda. Sebelum melakukan analisis regresi berganda dilakukan analisis statistik deskriptif dan uji asumsi klasik untuk memastikan akurasi dan kualitas data. Berikut persamaan regresi penelitian:

**Model 1:**

$$PBV = a1 + a2 MBVA + a3 DER + a4 GCG + e$$

**Model 2:**

$$PBV = a1 + a2 MBVA + a3 DER + a4 GCG + a5 MBVA * GCG + a6 DER * GCG + e$$

Dimana:

PBV	: Nilai Perusahaan (Price Book Value)
MBVA	: Keputusan investasi (Market to Book Value Asset)
DER	: Keputusan pendanaan (Debt to Equity Ratio)
GCG	: Score IICG
$\alpha_1$	: <i>Intercept</i>
$\alpha_{2-6}$	: Koefisien regresi
$\epsilon$	: Error

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan kriteria-kriteria pengambilan sampel yang telah ditetapkan yaitu besar perusahaan - perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2007 hingga 2011 yang disurvei oleh IICG dan masuk dalam perusahaan yang terdaftar di BEI, diperoleh sebanyak 61 perusahaan diperoleh sebagai perusahaan sampel.

Langkah awal analisis dimulai dengan mengidentifikasi tendensi sebaran dari masing-masing variabel. Analisis statistik deskriptif digunakan untuk melihat kecenderungan dari masing-masing variabel penelitian. Tabel 2 menyajikan ringkasan statistik deskriptif dari masing-masing variabel.

Tabel 2 Statistik Deskriptif

Variabel	Minimum	Maximum	Rata-rata	Std. Deviation
MBVA	0.63	7.35	1.87	1.34
DER	0.21	7.23	1.51	1.59
GCG	57.08	89.57	78.93	6.91
PBV	0.32	10.33	2.66	2.14

Keputusan investasi perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan *market to book value of asset* (MBVA) yang dimiliki perusahaan menunjukkan rata-rata sebesar 1,88. Hal ini berarti bahwa rata-rata perusahaan memiliki nilai pasar aset mengalami kenaikan hingga sebesar 1,88 kali lebih besar dibanding nilai buku ekuitasnya. Nilai MBVA yang lebih besar dari 1 menunjukkan bahwa perusahaan mengalami pertumbuhan nilai pasar sahamnya. MBVA terendah adalah sebesar 0,63 dan MBVA tertinggi adalah sebesar 7,36.

Kebijakan pendanaan perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio* (DER). Rata-rata DER diperoleh sebesar 1,52. Hal ini berarti bahwa perusahaan sampel memiliki rata-rata sample hingga sebesar 1,52 kali dari modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Nilai terendah adalah sebesar 0,3181 dan nilai DER tertinggi diperoleh sebesar 7,24.

Data penelitian sebagaimana diringkas pada tabel 4.2 tersebut menunjukkan rata-rata indeks *corporate governance* (GCG) yang diukur dengan CGPI diperoleh sebesar 78,93 dengan nilai indeks minimal sebesar 57,08 dan nilai indeks maksimum sebesar 89,57. Kondisi ini menunjukkan bahwa sampel survey CGPI pada perusahaan sampel selama periode 2007-2011 menunjukkan berada pada kategori **terpercaya**. Hal menunjukkan bahwa secara rata-rata penerapan GCG oleh perusahaan sampel sudah terpercaya dan diterapkan pada lebih dari 78,93% dari kondisi idealnya.

Nilai perusahaan yang diukur dengan *price to book value* (PBV) menunjukkan rata-rata sebesar 2,66. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki harga saham hingga sebesar 2,66 kali dari nilai buku ekuitas yang dimiliki perusahaan. Nilai PBV terendah adalah sebesar 0,32 sedangkan nilai PBV tertinggi adalah sebesar 10,33.

### Pembahasan hasil

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menguji persamaan regresi secara parsial maupun secara simultan. Hasil persamaan model regresi dari hasil penelitian diperoleh sebagai berikut (berdasarkan pada tabel 3 dibawah ini).

**Tabel 3 Hasil Uji Hipotesis**

Variabel	Model 1			Model 2		
	Koefisien	t	Sig	Koefisien	t	Sig
MBVA	1.02	31.72	0.00	1.02	30.95	0.00
DER	0.19	6.27	0.00	0.21	6.86	0.00
GCG	0.06	2.16	0.04	0.14	2.81	0.01
MBVA.GCG				0.02	.42	0.67
DER.GCG				0.09	2.26	0.03
F	400.03			258.90		
Sig F	0.00			0.00		
Adj R2	0.96			0.97		

Hasil pengujian model 1 pada tabel 4.7 menunjukkan hasil secara simultan menunjukkan nilai F sebesar 400,03 dengan probabilitas sebesar 0,000 ( $p < 0,05$ ). Hal ini berarti bahwa PBV dapat diprediksikan oleh MBVA, DER dan GCG. Hasil pengujian model 2 secara simultan menunjukkan nilai F sebesar 258,89 dengan probabilitas sebesar 0,00 ( $p < 0,05$ ). Hal ini berarti bahwa PBV dapat diprediksikan oleh MBVA, DER, GCG dan interaksinya.

Pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Pengujian hipotesis 1 diuji dari hasil model 1. Berdasarkan Van Horne (2005) bahwa keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan ketika perusahaan ingin menciptakan nilai. Sehingga hasil uji SPSS mengenai keputusan investasi dengan nilai perusahaan (pengujian variabel MBVA terhadap PBV) menunjukkan bahwa variabel tersebut mempunyai nilai  $t = 31,72$  dengan probabilitas 0,000 ( $p < 0,05$ ). Nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05, maka hal ini berarti bahwa MBVA memiliki pengaruh yang signifikan terhadap PBV. Dengan Sehingga **Hipotesis 1 diterima (keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan)**. Arah koefisien positif berarti bahwa kenaikan MBVA akan meningkatkan PBV.

Hasil ini menjelaskan bahwa perusahaan dengan keputusan investasi atau indikasi pertumbuhan perusahaan yang tinggi secara signifikan akan meningkatkan PBV. MBVA yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan nilai pasar aset yang lebih besar yang dimiliki perusahaan. Ini ini juga mencerminkan bahwa harga saham perusahaan juga cenderung mengalami kenaikan. Adanya pengaruh yang signifikan dari MBVA terhadap PBV akan terjadi secara langsung karena secara konsep MBVA dan PER terkait dengan kenaikan harga saham yang dimiliki perusahaan. Pada perusahaan yang harga sahamnya mengalami kenaikan maka MBVA akan lebih tinggi. Demikian pula nilai PBV juga lebih tinggi.

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan. Pengujian hipotesis 2 diuji dari model 1. Berdasarkan Prapaska (2012) menyebutkan bahwa sumber pendanaan dapat diperoleh dari internal perusahaan maupun eksternal perusahaan. Selain itu sumber pendanaan bisa berasal dari hutang atau modal sendiri. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel tersebut mempunyai



nilai  $t = 6,27$  dengan probabilitas  $0,00$  ( $p < 0,05$ ), nilai signifikansi yang lebih kecil dari  $0,05$  maka hal ini menunjukkan bahwa DER memiliki pengaruh yang signifikan terhadap PBV. Sehingga **Hipotesis 2 diterima** (Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan). Arah koefisien positif berarti bahwa kenaikan DER akan meningkatkan PBV.

Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan DER yang tinggi juga cenderung memiliki nilai PBV yang lebih tinggi. Kondisi demikian terkait dengan trading off theory dimana perusahaan yang memiliki rasio DER yang lebih tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan cenderung mendahulukan pendanaan dari hutang kepada pihak ketiga dibanding penggunaan modal sendiri. Hal ini dikarenakan pertimbangan pajak yang dijelaskan oleh manajemen perusahaan bahwa penggunaan dana dari hutang dinilai lebih efektif dan berbiaya murah dibanding dengan pendanaan dari ekuitas atau modal sendiri yang dimiliki perusahaan.

Perusahaan dengan DER yang tinggi yang terbentuk dari penyusunan hutang baru dalam satu periode dapat berarti bahwa perusahaan dipercaya oleh pihak ketiga untuk mendapatkan pinjaman. Sehingga hal ini juga direspon positif oleh investor yang berarti bahwa nilai perusahaan justru mengalami kenaikan.

Pengaruh GCG dalam memoderasi hubungan Keputusan Investasi dengan Nilai Perusahaan. Pengujian hipotesis 3 diuji dari model 2 dari interaksi antara MBVA dengan GCG. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel tersebut mempunyai nilai  $t = 0,42$  dengan probabilitas  $0,67$  ( $p > 0,05$ ). Dengan nilai signifikansi yang lebih kecil dari  $0,05$ , maka hal ini berarti bahwa  $MBVA * GCG$  tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap PBV. Dengan demikian **Hipotesis 3 ditolak** (Penerapan *Corporate Governance* tidak berpengaruh positif keputusan investasi terhadap nilai perusahaan).

GCG diukur dengan indeks CGPI. CGPI merupakan salah satu ukuran penerapan *good corporate governance* (GCG) yang dilakukan oleh perusahaan. GCG merupakan seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus perusahaan, pihak kreditor, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan, dengan tujuan untuk meningkatkan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan. Hasil skor CGPI merupakan penilaian oleh lembaga rating tersebut mengenai penerapan *good corporate governance* oleh perusahaan.

Tidak adanya efek moderating dari GCG dalam memoderasi pengaruh MBVA terhadap PBV mencerminkan bahwa pengaruh MBVA pada perusahaan dengan GCG yang lebih terpercaya tidak memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi. Hal ini dapat disebabkan oleh adanya efek langsung yang sangat besar dari MBVA dan PBV sehingga efek yang ditimbulkan oleh GCG kurang direspon sebagai penguat pengaruh MBVA terhadap PBV.

Pengaruh GCG dalam memoderasi hubungan Keputusan Pendanaan dengan Nilai Perusahaan. Pengujian hipotesis 4 diuji dari model 2 dari interaksi antara DER dengan GCG. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel tersebut mempunyai nilai  $t = 2,26$  dengan probabilitas  $0,03$  ( $p < 0,05$ ). Dengan nilai signifikansi yang lebih kecil dari  $0,05$ , maka hal ini berarti bahwa  $DER * GCG$  memiliki pengaruh yang signifikan terhadap PBV. Dengan demikian **Hipotesis 4 diterima** (Penerapan *Corporate Governance* memperkuat pengaruh positif keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan).

Penerapan GCG yang baik oleh perusahaan akan memberikan satu pengawasan kepada pihak manajemen perusahaan dalam mengelola perusahaan untuk memberikan kemakmuran bagi para pemegang sahamnya. Hal ini akan mengurangi tindakan atau kebijakan manajemen yang hanya menguntungkan kemakmuran diri mereka sendiri. Dengan penerapan GCG yang baik maka manajemen diharapkan dan diarahkan untuk dapat memberikan profit pada perusahaan.

Secara teoritis praktik *good corporate governance* dapat meningkatkan kinerja keuangan mereka. Umumnya *good corporate governance* dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya yang akan berdampak terhadap kinerjanya. Hasil ini mendukung penelitian sebelumnya yang menyatakan *good corporate governance* berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. *Good Corporate Governance* merupakan seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan, dengan tujuan untuk meningkatkan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan.

Pelaksanaan GCG yang relative baik oleh perusahaan dapat berjalan dengan efisien, maka seluruh proses aktivitas perusahaan baik yang sifatnya kinerja finansial maupun kinerja non finansial akan juga turut membaik. Dengan kata lain dapat diperoleh bahwa perusahaan yang menerapkan GCG yang lebih baik lebih mampu mengontrol pemanfaatan hutang secara efektif demi meningkatkan laba yang diperoleh perusahaan

### KESIMPULAN

Hasil hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Variabel MBVA memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan PBV.
2. Variabel DER memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan PBV.
3. Variabel GCG tidak memiliki efek moderating dalam memoderasi pengaruh MBVA terhadap nilai perusahaan PBV.
4. Variabel GCG memiliki efek moderating dalam memoderasi pengaruh yang positif dari DER terhadap nilai perusahaan PBV.

Perusahaan yang menerapkan sistem *Good Corporate Governance* tidak banyak, sehingga sampel yang dapat digunakan pada penelitian ini sangat terbatas sehingga dalam penelitian ini yaitu berkaitan pada penggunaan model GCG dengan CGPI yang hanya dilakukan pada perusahaan dengan jumlah yang terbatas. Nilai  $t = 0,420$  dengan probabilitas  $0,677$  ( $p > 0,05$ ) menunjukkan nilai signifikansi yang lebih kecil dari  $0,05$  sehingga hal ini menyebabkan MBVA\*GCG tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Mempertimbangkan hasil analisis, kesimpulan dan keterbatasan yang telah dikemukakan, maka peneliti memberikan saran untuk penelitian berikutnya sebagai berikut:

1. Diperolehnya pengaruh yang signifikan kinerja perusahaan, maka hal ini menunjukkan adanya kondisi yang mempersempit masalah keagenan akibat adanya penerapan mekanisme GCG yang harus makin diinterpretasikan dengan benar oleh investor.
2. Diperolehnya pengaruh GCG terhadap risiko perusahaan, maka hal ini memberikan peringatan kepada perusahaan untuk memperhatikan penerapan GCG untuk lebih baik lagi.

Saran yang dapat dilakukan untuk penelitian selanjutnya adalah penelitian ini dapat dilakukan dengan menambahkan beberapa proksi variabel bebas mekanisme GCG lain ke dalam model persamaan regresi dan dapat menggunakan variable intervening untuk mengevaluasi pengaruh GCG yang kemungkinan besar dimediasi oleh variabel lain.

### REFERENSI

Alijoyo, Antonius & Subarto Zaini, *Komisaris Independen: Penggerak Praktik GCG di Perusahaan*, Jakarta : PT. Indeks, 2004.



- Alonso, Pablo dan Felix Itturaga. 2005. "Financial Decisions and Growth Opportunities: a Spanish Firm's Panel Data Analysis". *Applied Financial Economics*, 2005, 15, 391-407.
- Bambang Riyanto. (1993). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. edisi ke-3. Yayasan Badan Penerbit Gajah Mada, Yogyakarta.
- Brigham, Eugene F. dan I.C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition. New York: The Dryden Press.
- Brigham, Eugene F. and Joel F. Houston, 2001. *Fundamentals of Financial Management*, Ninth Edition, Horcourt College, United States of America.
- Chandra Ely dan Sarnianto, P., (2005), 10 Peringkat Perusahaan Terpercaya 2005 (GCG) "Pelajaran *Corporate Governance* dari Sang Kampiun". SWA 09/XXI/ 28 April, p.40-48
- Fama, Eugene F and French, Kenneth R. 1998. "Taxes, Financing Decision, and Firm Value". *The Journal of Finance*. Vol. LIII No. 3, June, pp. 819-843.
- Fama, E.F. 1978. .The Effects Of a Firm.s Investment and Financing Decisions on The Welfare of Its Security Holders.. *The Modern Theory Of Corporate Finance*; Vol 68. No.3, pp. 22-38.
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M. Gaver. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*. 16: 125-160.
- Ghozali, Imam. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan penerbit Universitas Diponegoro
- Hasnawati, S. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan*: No. 09/Th XXXIX. September 2005: 33-41.
- Jensen, M. and Meckling, W., 1976, .Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure., *Journal of Finance Economics* 3, pp. 305-360.
- Kaliapur, Sanjay dan Mark Trombley, 1999. "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business & Accounting* 26, April/May, 505559.
- Klapper, Leora and I. Love, 2002. corporate governance, inverstor protection and performance in emerging markets. *World Bank Working Paper*, <http://www.ssrn.com>.
- Martono dan D. Agus Harjito. 2005. *Manajemen Keuangan*. Penerbit Ekonisia:Yogyakarta.
- Mogdilian, F; M. Miller, (1963), taxes and the a correction , *American Economic review* , 53,3, 433-443.



- Mulianti, Fitri Mega. (2010). *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan*. Tesis S2 Dipublikasikan. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Prapaska, Johan Ruth. 2012. *Analisis Pengaruh Tingkat Profitabilitas, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2009-2010*. Skripsi. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Diponegoro : Semarang.
- Sayidah, Nur. 2007. "Pengaruh Kualitas Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan Publik". *JAAI Vol 11 No 1 Juni 2007: 1-19*
- Van Horne, James C dan John M Wachowicz. 2005. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan: Edisi Keduabelas*. Jakarta: Salemba Empat
- Wahyudi, Untung dan Hartini P. Pawestri. 2006. *Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Inetrving*. Simposium Nasional Akuntansi IX, Padang.
- Wijaya, Lihan Rini Puspo. 2010. "Pengaruh keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan". *Simposium Nasional Akuntansi XIII*. Purwokerto.