

PENGARUH KEPUTUSAN INVESTASI, KEPUTUSAN PENDANAAN, DAN KEBIJAKAN  
DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN CORPORATE GOVERNANCE  
SEBAGAI VARIABEL MODERATING

Shella Febrita Sari  
Jurusan Manajemen Universitas Muhammadiyah Yogyakarta  
Jalan Lingkar Selatan Tamantirto, Kasihan, Bantul, Yogyakarta 55183,  
TEL. 0274-387656, Fax. 0274-387646  
E-mail: [shella.febrita2502@gmail.com](mailto:shella.febrita2502@gmail.com)

*Abstract*

*The objective of this study is to analyze the effect of investment decisions, financing decision, and dividend policy on firm value with corporate governance as a moderating variable. This research used investment decision, financing decision, and dividend policy as independent variables and firm value as dependent variables.*

*The sample in this study is company listed in Indonesia Stock Exchange and Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) during the period 2009 to 2013. The sample was taken based on purposive sampling method, and selecting the sample based on criteria. By selecting the sample, this research found 43 samples.*

*Statistical method used in this study is multiple regression analysis for the statistical test of hypothesis testing and statistical t test. The analysis result is financing decisions have positive influence to firm value, while investment decisions and dividend policy do not have influence to firm value. Meanwhile of all the independent variables in moderation using corporate governance only financing decisions have negative significant influence to firm value, while investment decisions and dividend policy do not have influence to firm value.*

*Key word: Investment Decisions, Financing Decisions, Dividend Policy, Corporate Governance, Firm Value.*

## **PENDAHULUAN**

Pesatnya laju pertumbuhan perekonomian saat ini telah mendorong perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia untuk dapat bersaing dalam berbagai sektor industri. Berbagai cara dilakukan untuk dapat bersaing dengan perusahaan lain yaitu dengan melakukan inovasi di berbagai aspek yang ada di perusahaan dan juga strategi bisnis yang berbeda dengan perusahaan lain.

Tujuan sebuah perusahaan didirikan adalah untuk meningkatkan laba dan meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan faktor penting dalam sebuah perusahaan. Tingginya nilai perusahaan akan semakin memakmurkan para pemegang saham. Nilai perusahaan mencerminkan asset yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan maka akan meningkatkan kepercayaan investor bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik saat ini dan akan tumbuh di masa mendatang.

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 yang berdampak pada nilai perusahaan Fama dan French (1998). Dalam usaha memaksimalkan nilai perusahaan, manajemen keuangan melakukan tiga kebijakan yaitu kebijakan investasi, kebijakan pendanaan, dan

kebijakan dividen Hasnawati (2005). Manajer harus mampu mengambil ketiga keputusan tersebut secara efektif dan efisien.

Manajer harus mampu mengalokasikan sumber daya perusahaan secara efisien karena keputusan investasi merupakan faktor yang penting dalam fungsi keuangan. Keputusan investasi yang efisien akan tercermin dari keuntungan yang maksimal yang diperoleh perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori signaling dijelaskan bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif mengenai pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga saham yang digunakan sebagai indikator nilai perusahaan Wahyudi dan Pawestri (2006).

Keputusan pendanaan berkaitan dengan usaha perusahaan dalam memperoleh dana selain biaya modal sendiri. Keputusan pendanaan yang efektif tercermin dari biaya modal sendiri yang minimum. Manajer harus mampu menetapkan cara terbaik dalam mendapatkan dana baik dari internal maupun eksternal perusahaan. Keputusan pendanaan yang tepat akan meningkatkan sumber dana perusahaan sehingga dapat dialokasikan untuk investasi-investasi yang menguntungkan perusahaan, dan selanjutnya meningkatkan nilai perusahaan.

Keputusan terakhir yang harus diambil dengan benar oleh manajer adalah kebijakan dividen karena ini menyangkut dengan para pemegang saham. Kebijakan dividen yang efektif tercermin dari kemakmuran para pemegang saham. Semakin tinggi dividen yang diberikan maka menunjukkan tingginya nilai perusahaan, dan menambah kepercayaan para pemegang saham untuk berinvestasi.

*Corporate Governance* dapat didefinisikan sebagai susunan aturan yang menentukan hubungan antara pemegang saham, manajer, kreditor, pemerintah, karyawan, *stakeholder* internal dan eksternal yang lain sesuai hak dan tanggung jawabnya FCGI dalam Gustiandika dan Hadiprajitno (2012). Disamping itu FCGI juga menjelaskan bahwa tujuan dari *corporate governance* adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholder*). Hal ini karena visi misi dan strategi perusahaan dinyatakan secara jelas, nilai-nilai perusahaan serta kode etik disusun untuk memastikan adanya kepatuhan seluruh jajaran perusahaan, terdapat kebijakan untuk menghindari benturan kepentingan dan transaksi dengan pihak ketiga yang tidak tepat, resiko perusahaan dikelola dengan baik dan terdapat system pengendalian dan monitoring yang baik. Adanya konflik *agency* antara *principal* dan pihak manajemen menjadi hal yang tidak dapat dipungkiri dalam sebuah perusahaan. Hal ini juga dijelaskan dalam teori agensi bahwa pihak manajemen akan bertindak untuk kepentingannya sendiri dibandingkan untuk kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu diperlukan adanya pengawasan kinerja oleh dewan direksi terhadap manajer agar tercipta tata kelola perusahaan yang baik sehingga akan semakin meningkatkan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan memiliki keterkaitan yang erat dengan *good corporate governance*. Menurut Suprayito (2004) menyatakan bahwa perspektif perusahaan sebagai badan usaha, tujuan yang diharapkan melalui penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) adalah memaksimalkan nilai perusahaan bagi pemegang saham. Tujuan ini dicapai melalui upaya perusahaan dalam memberikan kinerja yang maksimal, baik kinerja keuangan maupun kinerja usaha lainnya melalui aspek-aspek kewajaran, transparansi, akuntabilitas, dan tanggung jawab. Transparansi sebagai salah satu kriteria dalam *Good Corporate Governance* diharapkan dapat menciptakan pengelolaan perusahaan yang bersih, jujur dan lebih menguntungkan karena jauh dari adanya tindak korupsi. *Corporate governance* dapat digunakan untuk menjelaskan peranan dan perilaku dari dewan direksi, dewan komisaris, pengurus perusahaan, dan para pemegang saham.

Penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan sudah banyak dilakukan. Penelitian Gustiandika dan Hadiprajitno (2012) menemukan adanya pengaruh positif keputusan investasi dan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Penelitian tersebut juga menemukan *Corporate Governance* memiliki efek moderating dalam memoderasi pengaruh positif keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Penelitian Ansori dan Denica (2010) menemukan adanya pengaruh positif keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Penelitian Wijaya dan Wibawa (2010) juga menemukan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian lain dari Sari (2013) menemukan adanya pengaruh positif dan signifikan keputusan investasi, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, namun keputusan pendanaan berpengaruh negative tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian dari Fenandar dan Raharja (2012) juga menemukan keputusan investasi dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun keputusan pendanaan tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Adanya perbedaan hasil pada penelitian sebelumnya menjadi daya tarik penulis untuk meneliti lagi tentang faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian ini juga menggunakan variabel *Corporate Governance* sebagai variabel moderating untuk mendapatkan bukti empiris bahwa CG dapat memoderasi keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Berdasarkan latar belakang masalah diatas, maka rumusan masalah pada penelitian ini adalah:

1. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan?
3. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan?
4. Apakah keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan CG sebagai variabel moderating?
5. Apakah keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan CG sebagai variabel moderating?
6. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan CG sebagai variabel moderating?

## **KAJIAN TEORI DAN PENURUNAN HIPOTESIS**

### **Landasan teori**

#### 1. *Teori Struktur Modal*

##### a. *Agency theory*

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*). *Principal* menyerahkan tanggung jawab pengelolaan perusahaan kepada agen (*manajer*) dengan harapan akan meningkatkan keuntungan perusahaan sehingga dapat memakmurkan para *principal* (*investor*). Namun disinilah terjadi adanya konflik kepentingan antara principal dengan agen karena perbedaan tujuan kedua belah pihak tersebut. Di satu sisi keinginan *principal* adalah manajer dapat mengelola perusahaan dengan baik sehingga dapat meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, namun di sisi lain manajer menginginkan kehidupan yang layak dan kesejahteraan bagi para manajer. Perbedaan tujuan inilah yang menyebabkan timbulnya konflik keagenan. Konflik ini menyebabkan adanya biaya keagenan (*agency cost*).

##### b. *Signaling theory*

Menurut Bringham dan Houston (2001) isyarat atau signal adalah suatu tindakan yang diambil perusahaan untuk memberi 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 Gustiandika dan Hadiprajitno (2012).

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 Pawesti (2006). Teori ini menunjukkan bahwa pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal, khususnya kepada investor maupun kreditur bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh di masa mendatang.

### c. *Trade Off Theory*

Menurut Hanafi (2004), satu hal yang terpenting adalah semakin tingginya hutang, akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan. Sebagai contoh, semakin tinggi utang, semakin besar bunga yang harus dibayarkan. Kemungkinan tidak membayar bunga yang tinggi akan semakin besar. Pemberi pinjaman bisa membangkrutkan perusahaan jika perusahaan tidak bisa membayar utang.

Biaya kebangkrutan tersebut bisa cukup signifikan. Penelitian di luar negeri menunjukkan biaya kebangkrutan bisa mencapai sekitar 20% dari nilai perusahaan. Biaya tersebut mencakup hal :

1. Biaya Langsung: biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, biaya pengacara, biaya akuntan, dan biaya lainnya yang sejenis.
2. Biaya tidak langsung: biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan, perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal. Misal supplier barangkali tidak akan mau memasok barang karena mengkhawatirkan kemungkinan tidak terbayar.

Dengan biaya kebangkrutan yang besar, proposisi MM dengan pajak bisa dimodifikasi sebagai berikut ini.

$$VL = VU + PV \text{ Penghematan pajak} - PV \text{ Biaya Kebangkrutan}$$

Perhatikan bahwa biaya kebangkrutan sampai tingkat utang tertentu akan lebih tinggi dibandingkan dengan PV penghematan pajak. Nilai perusahaan akan mulai menurun pada titik tersebut.

## **Penurunan Hipotesis**

### 1. Pengaruh Keputusan Investasi terhadap nilai perusahaan

Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006), nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi Fama dalam Wijaya dan Wibawa dan wibawa (2010). Myers (1977) memperkenalkan IOS pada studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi. IOS memberikan petunjuk yang lebih luas dengan nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang, sehingga prospek perusahaan dapat ditaksir dari *Investment Opportunity Set* (IOS). IOS didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value positif*.

Keputusan investasi merupakan keputusan yang sangat penting dalam meningkatkan nilai perusahaan. Pengalokasian aktiva yang dimiliki perusahaan untuk pilihan investasi yang menguntungkan dimasa mendatang akan memperbesar keuntungan perusahaan dan

memakmurkan para pemegang saham. 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).

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Oktavina Tiara Sari (2013) menyatakan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian lain yang dilakukan oleh Tri wahyuni *et.al* (2013), menyatakan bahwa keputusan investasi juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Maka dari itu Hipotesis yang muncul adalah

### **H1: Keputusan Investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan**

#### **2. Pengaruh Keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan**

Menurut Brigham dan Houston (2001), peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar. Pendapat tersebut sesuai dengan teori signaling bahwa penggunaan hutang memberikan sinyal positif bahwa perusahaan dipercaya oleh kreditor dan akan tumbuh di masa mendatang. Nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui kebijakan hutang, Brigham dan Gapenski (1996). Besarnya hutang yang digunakan oleh perusahaan dapat ditingkatkan melalui kebijakan hutang. Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi nilai perusahaan karena sebagian perusahaan menganggap bahwa penggunaan hutang dirasa lebih aman daripada menerbitkan saham baru Mogdiliani dan Miller dalam Mulianti (2010)

Keputusan pendanaan sangat diperlukan dalam rangka mencari sumber pendanaan yang efektif dan efisien. Peningkatan pendanaan melalui utang merupakan cara untuk mengurangi biaya keagenan. Hutang dapat digunakan sebagai cara untuk mengendalikan manajer, secara tidak langsung manajer akan fokus untuk meningkatkan keuntungan agar dapat membayar hutang-hutang perusahaan dan meningkatkan nilai perusahaan. Keputusan pendanaan yang tepat dapat meminimalkan biaya modal sendiri dan dapat mengefisiensikan untuk investasi yang lebih menguntungkan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian Wijaya dan Wibawa dan wibawa (2010), Wahyudi dan Pawestri (2006) dan Gustiandika dan Hadiprajitno (2012) sama-sama menemukan bukti bahwa keputusan pendanaan mempengaruhi nilai perusahaan secara positif dan signifikan. Maka hipotesis yang muncul adalah:

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

#### **3. Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan**

Menurut Hatta (2002) menyatakan bahwa dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan, yang disebut dengan *Bird in The Hand Theory*. Argument ini menyatakan bahwa pembayaran deviden dapat mengurangi ketidakpastian yang berarti mengurangi resiko yang pada giliran selanjutnya mengurangi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham.

Berdasarkan teori *signaling*, pembagian dividen merupakan sinyal bagi para investor bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik dan akan tumbuh di masa mendatang. Dividen memberikan informasi atau isyarat mengenai keuntungan perusahaan karena pembayaran dividen akan meningkatkan keyakinan akan keuntungan perusahaan Sumarsono dan Hertediensyah (2012). Sehingga semakin tinggi dividen yang dibayarkan maka akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan harga saham sebagai indicator nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Oktavina Tiara Sari (2013) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian lain juga dilakukan oleh Hadi Sumarsono dan Elzis Hartediansyah menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu Hipotesis yang muncul adalah:

**H3: Kebijakan Dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan**

4. Pengaruh keputusan Investasi terhadap nilai perusahaan dengan CG sebagai variabel moderating

Keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan ketika perusahaan ingin menciptakan nilai Horne dan Wachowicz (2005). Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Penerapan *good corporate governance* pada sebuah perusahaan berfungsi untuk mengawasi manajerial dalam hal pengambilan keputusan investasi sehingga dapat meminimalkan kesalahan dalam pengambilan keputusan atau menguntungkan diri sendiri yang selanjutnya akan meningkatkan keuntungan sekaligus meningkatkan nilai perusahaan.

Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) sangat dibutuhkan untuk mengawasi manajemen dalam memaksimalkan nilai pemegang saham. Temuan McKinsey & Co dalam Sayidah (2007) menunjukkan bahwa investor cenderung menghindari perusahaan-perusahaan dengan predikat *corporate governance* yang buruk. Perhatian yang diberikan investor terhadap GCG sama besarnya dengan perhatian terhadap kinerja keuangan perusahaan. Para investor yakin bahwa perusahaan yang menerapkan praktek GCG telah berupaya meminimalkan resiko keputusan yang salah atau yang menguntungkan diri sendiri sehingga meningkatkan kinerja perusahaan yang pada akhirnya memaksimalkan nilai perusahaan.

Berdasarkan teori sinyal, pengeluaran investasi memberikan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Semakin tinggi investasi yang dikeluarkan maka akan meningkatkan nilai perusahaan, dan dengan adanya GCG akan semakin memperkuat tata kelola perusahaan sehingga menghasilkan keputusan-keputusan investasi yang menguntungkan sehingga semakin meningkatkan nilai perusahaan. Hipotesis yang muncul adalah:

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

5. Pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan CG sebagai variabel moderating

Mamduh Hanafi (2004) menjelaskan bahwa *Pecking Order Theory* menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang, dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Menurut Bringham dan Gapenski (1996) perusahaan lebih menyukai menggunakan hutang dibandingkan dengan mengeluarkan saham baru karena biaya yang ditimbulkan dari hutang lebih sedikit dibandingkan dengan biaya yang terjadi bila menerbitkan saham baru. Bringham dan Gapenski (1996) menyatakan nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui kebijakan hutang. Besarnya hutang yang digunakan oleh perusahaan adalah suatu kebijakan yang berhubungan dengan struktur modal.

Diperlukan pengambilan keputusan yang efisien agar dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penerapan *Good Corporate Governance* akan meningkatkan hubungan baik antara manajer, pemegang saham, dan juga kreditor. Penerapan *good corporate governance* pada

sebuah perusahaan akan mengawasi manajerial dalam hal pengambilan keputusan pendanaan sehingga dapat meminimalkan kesalahan dalam pengambilan keputusan atau menguntungkan diri sendiri yang selanjutnya akan meningkatkan keuntungan sekaligus meningkatkan nilai perusahaan. Jadi, semakin tinggi keputusan pendanaan yang dalam hal ini adalah hutang maka akan meningkatkan nilai perusahaan, dan dengan adanya GCG akan lebih memperkuat keputusan pendanaan perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Gustiandika dan Hadiprajitno (2012) menyatakan bahwa penerapan *Corporate Governance* memperkuat pengaruh positif keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Hipotesis yang muncul adalah :

**H5: Penerapan *Corporate Governance* memperkuat pengaruh positif keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan**

6. Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan CG sebagai variabel moderating

Dividen mengandung informasi atau sebagai isyarat (signal) akan prospek perusahaan Roseff dalam Wahyudi dan Pawestri (2006). Permasalahan yang sering dihadapi investor adalah terkadang perusahaan yang membagikan dividen tinggi tidak selalu memiliki pengelolaan perusahaan yang baik. Perusahaan bisa saja melakukan hutang agar dapat membayar dividen sehingga nantinya investor mengira bahwa perusahaan memiliki kemampuan yang bagus dalam mengoptimalkan keuntungannya dan mampu membayar dividen. Padahal pada kenyataannya perusahaan berhutang untuk membayar dividen tersebut.

*Corporate Governance* yang merupakan suatu system dan tata kelola perusahaan diharapkan mampu mengatur dan mengendalikan perusahaan serta mengawasi manajerial dalam hal pengambilan kebijakan dividen sehingga dapat meminimalkan kesalahan dalam pengambilan keputusan atau menguntungkan diri sendiri yang selanjutnya akan meningkatkan keuntungan sekaligus meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut Jensen dan Meckling Van Horne (2005) principal (pemegang saham) yakin bahwa agen (pihak manajemen) akan membuat keputusan yang optimal hanya jika mereka diberikan intensif (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). Jadi, semakin tinggi kebijakan dividen maka akan meningkatkan harga saham sebagai indicator nilai perusahaan, dan dengan adanya GCG akan semakin memperkuat tata kelola perusahaan sehingga perusahaan dapat mengambil keputusan dividen yang menguntungkan perusahaan yang selanjutnya semakin meningkatkan nilai perusahaan.

**H6: Penerapan *Corporate Governance* memperkuat pengaruh positif kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan**

## **METODE PENELITIAN**

### **Obyek/subyek penelitian**

Subyek pada penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2013.

### **Jenis data**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu data berupa laporan keuangan dan *annual report* yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009-2013. Berdasarkan sumbernya, data yang digunakan adalah data sekunder, yaitu data yang

telah dikumpulkan sebelumnya, diolah dan terpublikasi oleh pihak lain yaitu Bursa Efek Indonesia melalui website [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), dan dari media internet dan website.

### **Teknik pengambilan sampel**

Teknik Pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* yaitu teknik pengambilan sampel dengan menggunakan beberapa kriteria yang mendukung.

Kriteria sampel yang diambil adalah :

- a. Perusahaan yang masuk dalam *The Indonesian Institute For Corporate Governance* (IICG) periode 2009-2013
- b. Perusahaan non keuangan yang telah memperoleh skor *Corporate Governance Perception Index* yang diberikan oleh IICG tahun 2009-2013.
- c. Perusahaan membagikan kas dividen
- d. Tersedianya data laporan keuangan

### **Teknik pengumpulan data**

Teknik pengumpulan data menggunakan data arsip yaitu *annual report* yang sudah terpublikasi pada Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu menggunakan data skor CGPI yang dipublikasikan oleh forum GCG Indonesia.

## **Definisi operasional variabel penelitian dan pengukurannya**

### **1. Nilai perusahaan**

Nilai perusahaan dalam penelitian ini diprosikan melalui *Price Book Value* (PBV). PBV mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh, Brigham dan Houston (2001).

$$PBV = \frac{\text{Hargasaham}}{\text{Nilai bukuperlembarsaham}}$$

### **2. Keputusan Investasi**

Keputusan investasi didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dengan pilihan investasi dimasa yang akan datang dengan *net present value* positif. IOS tidak dapat diobservasi secara langsung sehingga dalam perhitungannya menggunakan proksi, Kallapur dan Trombley dalam Fenandar dan Raharja (2012). Proksi IOS dalam penelitian ini adalah CPA/BVA atau *rational capital Expenditure to Book Value of Asset*.

$$CPA/BVA = \frac{\text{Pertumbuhan Aktiva}}{\text{Total Aktiva}}$$

$$CPA/BVA = \text{Ratio Capital Expenditure to Book Value of Asset}$$

$$\text{Pertumbuhan Aktiva} = \text{Total Aktiva Tahun X} - \text{Total Aktiva tahun X-1}$$

### **3. Keputusan pendanaan**

Keputusan pendanaan adalah keputusan yang berhubungan dengan bagaimana mencari sumber pendanaan, dan memutuskan penggunaan sumber pendanaan yang efektif bagi perusahaan. Keputusan pendanaan diprosikan melalui DER dengan membandingkan total utang dan total ekuitas.

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

### **4. Kebijakan dividen**

Kebijakan dividen adalah keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada ditahan untuk diinvestasikan kembali. Kebijakan dividen diprosikan menggunakan *Dividen Payout Ratio* (DPR). Menurut Bringham dan Gapenski (1996), rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas.

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

## 5. Good Corporate Governance

Variabel *Good Corporate Governance* pada penelitian ini menggunakan instrument yang telah dikembangkan oleh *Indonesian Institute of corporate governance* (IICG) berupa *corporate governance perception index* (CGPI) yang diterbitkan di majalah SWA.

### Teknik Analisis Data

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian adalah analisis regresi linear berganda. Sebelum melakukan pengujian dengan analisis regresi, terlebih dahulu dilakukan berbagai uji asumsi klasik agar dapat dihasilkan suatu kesimpulan yang benar dan akurat.. Beberapa hal yang harus di lakukan ialah :

#### Uji Normalitas

Normalitas digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel terikat dan variabel bebas atau keduanya memiliki distribusi normal atau tidak. Penelitian ini menggunakan pengujian data dengan analisis statistik menggunakan analisis *Kolmogorov-15 Smirnov*. Jika nilai uji *Kolmogorov-Smirnov*  $> 0,05$  berarti data terdistribusi normal.

#### Uji Multikolinearitas

Sebelum dilakukan regresi, terlebih dahulu dilakukan uji multikolinearitas untuk melihat apakah data terbebas dari masalah multikolinearitas atau apakah terdapat korelasi yang tinggi antara variabel-variabel bebas dalam model yang digunakan. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Untuk mendeteksi adanya multikolinearitas dilihat melalui nilai *tolerance value* dan *variance inflation factor* (VIF). Nilai cut off yang umumk digunakan untuk menunjukkan adanya multikolonearitas adalah nilai tolerance , 0,10 atau sama dengan nilai VIF  $> 10$  Ghozali (2005).

#### Uji Autokorelasi

Autokorelasi berarti terdapatnya korelasi antara anggota sampel atau data pengamatan yang diurutkan berdasarkan waktu, sehingga satu data dipengaruhi oleh data sebelumnya. Autokorelasi muncul pada regresi yang menggunakan data berskala atau *time series*. Pengujian autokorelasi yang banyak digunakan adalah model *Durbin-Watson*. Kriteria pengujian Durbin-Watson adalah sebagai berikut:

- a. Bila angka DW  $< - 2$  berarti ada autokorelasi yang positif
- b. Bila angka DW  $- 2$  sampai dengan  $+ 2$  berarti tidak ada autokorelasi
- c. Bila angka DW  $> + 2$  berarti ada autokorelasi yang negatif.

#### Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan tetap maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas Ghozali (2002).

Cara untuk mendeteksi adanya heterokedastisitas dapat dilakukan dengan Glejser. Uji Glejser mengusulkan untuk meregresi nilai absolut residual terhadap variabel independen. Jika variabel independen, maka indikasi terjadi heterokedastisitas. Jika variabel independen tidak signifikan (sig  $> 0.05$ ) berarti model bebas dari heterokedastisitas.

## Uji hipotesis dan analisis data

### Regresi Berganda

Pengujian hipotesis yang dilakukan dalam penelitian adalah menggunakan model Regresi Berganda. Pada dasarnya, analisis regresi adalah studi mengenai ketergantungan variabel dependen (terikat) dengan satu / lebih variabel independen (variabel bebas), dengan tujuan untuk mengestimasi dan atau memprediksi rata-rata populasi atau nilai rata-rata variabel dependen berdasarkan nilai variabel independen yang diketahui.

Penelitian ini menggunakan teknik analisis data dengan metode analisis Regresi Linear Berganda (*multiple Regression*). Analisis ini secara matematis ditulis dengan persamaan sebagai berikut :

Model penelitian :

$$PBV_{i,t} = \alpha + \beta_{i,t} CPA/BVA_{i,t} + \beta_{i,t} DER_{i,t} + \beta_{i,t} DIV_{i,t} + \beta_{i,t} GCG_{i,t} + \beta_{i,t} CPA/BVA_{i,t} * GCG_{i,t} + \beta_{i,t} DER_{i,t} * GCG_{i,t} + \beta_{i,t} DPR_{i,t} * GCG_{i,t} + e$$

Keterangan :

PBV	: Nilai perusahaan ( <i>Price Book Value</i> )
CPA/BVA	: Keputusan Investasi ( <i>Price Earning Ratio</i> )
DER	: Keputusan pendanaan ( <i>Debt to Equity Ratio</i> )
DPR	: Keputusan Dividen ( <i>Dividend Payout Ratio</i> )
GCG	: Score IICG
$\alpha$	: Intercept
$\beta_{i,t}$	: Koefisien regresi
e	: Error

## HASIL ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

**Tabel 4.1 Proses Pemilihan Sampel**

No	Uraian	Jumlah
<b>1</b>	Perusahaan yang memperoleh score <i>CGPI</i> yang diberikan oleh IICG tahun 2009-2013	172
<b>2</b>	Perusahaan yang tidak listing di BEI tahun 2009-2013	(69)
<b>3</b>	Perusahaan yang bergerak di bidang keuangan	(35)
<b>4</b>	Perusahaan yang tidak membagikan dividen	(16)
<b>5</b>	Data outlier	(9)
	<b>Total</b>	<b>43</b>

## Analisis data

### Analisis Deskriptif Statistik

Penelitian ini untuk melihat faktor-faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan 3 variabel independent dan 1 variabel moderasi. Deskripsi dari masing-masing variabel penelitian diperoleh sebagai berikut:

Tabel 4.2 Statistik deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PBV	43	0,0034	4,9412	2,5177	1,19446
INV	43	-0,19	0,36	0,1263	0,12415
DER	43	0,0005	6,5984	1,2053	1,40277
DPR	43	0,0891	2,1392	0,4303	0,30870
CG	43	65,95	90,66	79,7777	6,41317
INV_CG	43	2,31	31,60	12,4839	6,46933
DER_CG	43	0,04	542,59	98,8428	108,27588
DPR_CG	43	7,59	156,55	34,3152	23,10188
Valid N (listwise)	43				

### Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi berganda dilakukan dengan membandingkan nilai sig dengan  $\alpha = 0,05$ . Hasil pengolahan data yang menjadi dasar dalam pembentukan model penelitian ini ditunjukkan dalam tabel berikut :

Tabel 4.3

Model	Unstandardized Coefficients		T	Sig.	Hasil	Hipotesis
	B	Std. Error				
(Constant)	-0,704	7,445	-0,95	0,925		
INV	8,911	23,091	0,386	<b>0,702</b>	<b>Tidak berpengaruh</b>	<b>Ditolak</b>
DER	3,516	1,633	2,154	<b>0,038</b>	<b>Berpengaruh</b>	<b>Diterima</b>
DPR	-16,455	11,985	-1,373	<b>0,178</b>	<b>Tidak berpengaruh</b>	<b>Ditolak</b>
CG	0,022	0,096	0,234	<b>0,817</b>	<b>Tidak berpengaruh</b>	<b>Ditolak</b>
INV_CG	-0,098	0,289	-0,340	<b>0,736</b>	<b>Tidak berpengaruh</b>	<b>Ditolak</b>
DER_CG	-0,044	0,021	-2,087	<b>0,044</b>	<b>Berpengaruh</b>	<b>Ditolak</b>
DPR_CG	0,242	0,159	1,517	<b>0,138</b>	<b>Tidak berpengaruh</b>	<b>Ditolak</b>

Analisis linier berganda digunakan untuk mendapat koefisien regresi yang akan menentukan apakah hipotesis yang dibuat akan diterima atau ditolak. Atas dasar hasil analisis regresi dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% diperoleh persamaan sebagai berikut :

$$PBV_{i,t} = -0,704 + 8,911 CPA/BVA_{i,t} + 3,516 DER_{i,t} + -16,455 DPR_{i,t} + 0,022 GCG_{i,t} + -0,098 CPA/BVA_{i,t} * GCG_{i,t} + -0,044 DER_{i,t} * GCG_{i,t} + 0,242 DPR_{i,t} * GCG_{i,t} + e$$

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,559 <sup>a</sup>	,313	,175	1,08461523

Pada tabel diatas menerangkan bahwa nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,175 atau 17,5%, maka variabel nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel keputusan investasi (INV), keputusan pendanaan (DER), dan kebijakan dividen (DPR), *corporate governance* (CG). Kemudian sisanya sebesar 82,5% dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak termasuk dalam penelitian ini.

## Pembahasan

Penelitian ini untuk menguji pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan *corporate governance* sebagai variabel moderating. Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, tidak semua variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Variabel *corporate governance* sebagai variabel moderating juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan kepada semua hubungan variabel independent terhadap variabel dependen.

Variabel yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan adalah keputusan pendanaan. *Corporate governance* juga memberikan efek moderasi terhadap hubungan keputusan pendanaan dengan nilai perusahaan.

### Pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian yang disajikan pada tabel 4.10 menunjukkan bahwa keputusan investasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil yang diperoleh ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) bahwa keputusan investasi tidak memberi pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Keputusan investasi yang tidak mempengaruhi nilai perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mampu memaksimalkan investasi yang dilakukan sehingga laba yang dihasilkan tidak sesuai dengan keinginan investor. Oleh karena itu, semakin tingginya keputusan investasi tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap meningkatnya nilai perusahaan.

Berdasarkan teori signaling, perusahaan mengeluarkan investasi untuk memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan akan tumbuh di masa mendatang. Perusahaan berharap dengan mengeluarkan investasi, investor akan tertarik untuk berinvestasi sehingga akan meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Namun pada kenyataannya pengeluaran investasi yang diharapkan akan meningkatkan laba perusahaan tidak dapat dilihat dalam jangka pendek. Perusahaan dapat melihat return dari investasi yang dilakukan setelah lima atau sepuluh tahun kedepan. Resiko investasi yang akan ditanggung dimasa mendatang sesuai dengan besaran investasi yang dilakukan sehingga mempengaruhi kepercayaan investor untuk menginvestasikan dananya kepada perusahaan. Oleh karena itu, keputusan investasi yang tinggi tidak mampu meningkatkan nilai saham sebagai indikator nilai perusahaan.

### **Pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan**

Berdasarkan hasil penelitian yang disajikan pada tabel 4.10 bahwa keputusan pendanaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Gustiandika dan Hadiprajitno (2012) yang juga menyatakan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Keputusan pendanaan yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan sebagai indikator nilai perusahaan. Berdasarkan teori *pecking order* perusahaan yang memiliki rasio DER yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan lebih mengutamakan menggunakan utang dibandingkan modal sendiri. Penggunaan hutang yang tinggi akan mengurangi pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan karena beban bunga yang ditanggung perusahaan tinggi, sehingga penggunaan hutang dirasa lebih efektif dan menguntungkan dibandingkan biaya modal sendiri. Rasio DER yang tinggi dari sebuah perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi dan menunjukkan bahwa perusahaan dipercaya oleh pihak ketiga untuk memperoleh pinjaman. Hal ini sesuai dengan teori *signaling* yang menjelaskan bahwa hutang yang tinggi menjadi sinyal positif bagi para investor bahwa perusahaan memiliki prestasi yang baik dan selanjutnya berdampak langsung terhadap harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Hutang juga dapat mengurangi adanya konflik keagenan, karena ketika hutang sebuah perusahaan tinggi maka manajer akan berusaha meningkatkan laba perusahaan agar dapat melunasi hutang-hutangnya. Tentu saja hal ini akan membuat manajer fokus dalam meningkatkan laba perusahaan dan kemakmuran pemegang saham yang menjadi tujuan *principal/investor*.

### **Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan**

Berdasarkan hasil penelitian yang disajikan pada tabel 4.10 bahwa dividen *payout ratio* tidak memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Wijaya dan Wibawa (2010) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan teori MM, nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya menghasilkan laba, serta resiko bergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan aktiva, bukan pada bagaimana pendapatan dibagi antara dividend dan laba ditahan. Besar kecilnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, tidak berkaitan dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Besar kecilnya dividen yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham juga tidak menjadi pertimbangan rasional pemegang saham dalam berinvestasi.

Menurut teori efek klien kebijakan dividen juga menjelaskan bahwa terdapat tipe-tipe investor seperti investor memilih dibagikan *cash* dividen jika investor membutuhkan dana untuk menanamkan modal kembali atau berinvestasi pada perusahaan lain. Terdapat juga investor yang memilih tidak dibagikan *cash* dividen adalah jika investor tidak membutuhkan dana atau ingin menanamkan modal kembali. Oleh karena itu kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan dengan *corporate governance* sebagai variabel moderating.**

Berdasarkan hasil penelitian yang disajikan pada tabel 4.10 bahwa tidak adanya pengaruh moderasi yang signifikan antara *corporate governance* terhadap pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Penelitian terdahulu yang mendukung hasil penelitian ini adalah

Gustiandika dan Hadiprajitno (2012) yang juga menemukan bahwa *corporate governance* tidak memiliki efek moderasi keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

GCG merupakan sebuah system yang dapat mengatur dan mengendalikan kinerja perusahaan sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan. *Good corporate governance* yang diukur menggunakan skor CGPI yang dikeluarkan oleh IICG merupakan sebuah ukuran untuk melihat apakah perusahaan-perusahaan di Indonesia sudah menerapkan GCG dengan benar. IICG merupakan lembaga yang memberikan rating kepada perusahaan-perusahaan dari yang sangat terpercaya hingga cukup terpercaya.

Penerapan *good corporate governance* tidak memberi efek moderating pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan pengeluaran investasi yang dilakukan bersifat jangka panjang, tidak dapat dilihat dalam jangka waktu kurang dari satu tahun. Resiko investasi yang ditanggung di masa mendatang sesuai dengan besaran investasi yang dilakukan sehingga mempengaruhi kepercayaan investor untuk menginvestasikan dananya ke perusahaan. Jadi penerapan *corporate governance* yang baik tidak dapat memperkuat hubungan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

#### **Pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan *corporate governance* sebagai variabel moderating.**

Berdasarkan hasil penelitian yang disajikan pada tabel 4.10 bahwa adanya pengaruh moderasi yang signifikan antara *corporate governance* terhadap pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh moderasi yang ditimbulkan oleh *corporate governance* terhadap pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan memiliki arah negatif dan signifikan.

Penerapan *good corporate governance* dalam penelitian ini memperlemah hubungan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Adanya *corporate governance* yang baik pada perusahaan menjadikan perusahaan lebih berhati-hati dalam penggunaan hutang, dan memilih menggunakan modal sendiri dalam kegiatan operasional maupun aktivitas investasinya. Hal ini sesuai dengan penelitian Paranandhi (2013) yang menyebutkan bahwa dengan adanya kinerja yang baik maka perusahaan dapat lebih mandiri dengan mendanai aktivitas perusahaannya dengan modal sendiri (ekuitas), yang ditunjukkan dengan DER yang rendah. Menurut Weston dan Bringham (1984), resiko yang timbul akibat digunakannya *financial leverage* yang melebihi resiko bisnis yang mendasar dan harus ditanggung pemegang saham disebut resiko keuangan perusahaan dengan *financial leverage* yang tinggi.

Sebuah perusahaan akan melakukan berbagai cara untuk meningkatkan nilai perusahaan. Namun dengan adanya penerapan GCG yang memiliki prinsip *trasparancy* akan membatasi perusahaan dalam melakukan berbagai upaya yang tidak wajar seperti penggunaan hutang yang berlebihan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Jadi, penerapan *good corporate governance* akan memperlemah hubungan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.

#### **Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan *corporate governance* sebagai variabel moderating.**

Berdasarkan hasil penelitian yang disajikan pada tabel 4.10 bahwa tidak adanya pengaruh moderasi yang signifikan antara *good corporate governance* terhadap pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan terdapat tipe-tipe investor seperti investor yang memilih *cash* dividen dikarenakan investor membutuhkan dana untuk menanam modal kembali atau berinvestasi pada perusahaan lain. Terdapat investor yang tidak memilih *cash* dividen ini dikarenakan investor mengharapkan perusahaan akan tumbuh di masa mendatang dan

akan meningkatkan *capital gain*. Pendapat ini sesuai dengan teori tentang kebijakan dividen yaitu *clientele effect*.

Berdasarkan *irrelevant dividen theory* juga menyebutkan bahwa besar-kecilnya dividen tidak mempengaruhi harga saham, karena investor tidak mengharapkan *cash* dividen melainkan mengharapkan pertumbuhan perusahaan sehingga *capital gain* meningkat. Oleh karena itu *corporate governance* tidak memperkuat hubungan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, karena dividen bukan menjadi satu-satunya bahan pertimbangan seorang investor dalam menginvestasikan dananya.

## Saran

Dengan mempertimbangkan keterbatasan-keterbatasan yang ada, maka disarankan untuk penelitian yang akan datang memperhatikan hal-hal berikut :

1. Pada penelitian selanjutnya peneliti diharapkan menggunakan semua jenis perusahaan sebagai objek penelitian dan menggunakan jumlah sampel yang lebih banyak agar mendapatkan bukti empiris bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Selain itu untuk memperoleh hasil bahwa GCG dapat memoderasi kebijakan manajemen terhadap nilai perusahaan.
2. Menambahkan proksi variabel bebas mekanisme GCG lain ke dalam model persamaan regresi.
3. Proksi untuk variabel dependen nilai perusahaan dapat menggunakan proksi lain seperti Tobin's Q

## DAFTAR PUSTAKA

- Afriyeni, Endang. 2012. "Keputusan Investasi Jangka Panjang: Capital Budgeting," *Polibisnis, Volume 4, No. 1 April*
- Ansori, Mokhamat dan Denica H.N. 2010. "Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index studi pada BEI" *Analisis Manajemen. Vol 4 .No 2. Juli 2010*
- Barnhart, Scott dan Rosentein, Stuart. 1998. "Board Composition, Managerial Ownership and Firm Performance: An Emperical Analysis". *The Financial Review*; p.33-34.
- Bringham, Eugene F. dan I.C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition. New York: The Dryden Press.
- Bringham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2001. *Fundamental of Financial Management*, Ninth Edition. Horcouth College. United States of America.
- Darmawati, et.al. (2005). "Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 8, No. 6, Hal. 51-65-81.
- Dyah Retno. M, Reny dan Priantinah, Denies. 2012. "Pengaruh Good Corporate Governance Dan Pengungkapan CSR Terhadap Nilai Perusahaan" *Jurnal Nominal. Vol 1. No 1. 2012*

- Fama, Eugene F dan French, Kenneth R. 1998. "Taxes, Financing Decision, and Firm Value". *The Journal of Finance*. Vol. LIII No. 3, June, pp. 819-843.
- Fenandar, Gany Ibrahim dan Raharja, Surya. 2012. Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol 1 No 2 Hal 1-10
- Fenandar, Gany Ibrahim. 2012. "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan." Skripsi. Semarang:Fakultas Ekonomi UNDIP.
- 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. 2006. "Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS", Badan Penerbit UNDIP, Semarang
- Gustiandika, Tito dan Hadiprajitno, P.Basuki. 2014. "Pengaruh keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan *Corporate Governance* sebagai variabel moderating". *Diponegoro Journal Of Accounting*, Vol 1. No 1. Hal 1-12
- Hanafi, Mamduh. 2004. Manajemen Keuangan. Edisi:Pertama. Yogyakarta:BPFE
- 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.
- Herawaty, Vinola. 2008. "Peran Praktek *Corporate Governance* Sebagai Moderating Variabel Dari Pengaruh Earnings Terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*.Vol 10. No 2. 97-108
- Horne, Van James C dan John M. Wachowicz JR. 2005. *Fundamentals of Financial Management*. Buku 1 Edisi 12. Jakarta: Salemba Empat.
- Klapper, Leora. F. dan I. Love. 2002. "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Market". World bank Working Paper. <http://ssrn.com>.
- Mulianti, Fitri Mega. 2010. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan". Tesis S2 Dipublikasikan. Universitas Diponegoro: Semarang.
- Myers, S. C. 1977. Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. November. Pp. 149-176.

- Paranandhi, Cendikia dan Haryanto. 2013. "Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance Terhadap Risiko Kredit Perusahaan Non Keuangan". *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol. 2, No. 2
- 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 Ekonomika 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*
- Siallagan, Hamonangan dan Machfoedz, Mas'ud. 2006. "Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba, Dan Nilai Perusahaan." *Symposium Nasional Akuntansi IX, Padang*.
- Sumarsono, Hadi dan Hertediansyah, Elzis. 2010. "Pengaruh Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Ekuilibrium*. Vol 10. No 1. September 2012
- Susanti, Rika. 2010. "Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan" Skripsi. Semarang: Fakultas Ekonomi UNIP.
- Tendelilin, Eduardus. 2010. Analisis Investasi dan manajemen Portofolio. Edisi: Pertama. Yogyakarta:BPFE
- Tiara sari, Oktaviana. 2013. "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan" *Management Analysis Journal*. 2 (2). 2013
- Wahyudi, Untung Dan Hartini P. Pawestri. 2006. "Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening". *Symposium Nasional Akuntansi IX, Padang*.
- Wihandaru. 2016. "Moderasi dan Intervening dengan Aplikasi SPSS". Materi Pelatihan yang disampaikan di Lab. IT UMY pada tanggal 4 Januari.
- Wijaya, Lihan Rini Puspo. 2010. "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan". *Simposium Nasional Akuntansi XIII, Purwokerto*.
- Zarkasyi, W. 2008. "Good Corporate Pada Perusahaan Manufaktur, Perbankan dan Jasa Keuangan lainnya. Edisi Kesatu. Bandung: Alfabeta, cv.