
ANALISIS PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP HUBUNGAN INVESTMENT OPPORTUNITY SET DAN NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN INDUSTRI MANUFAKTUR YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA

Laurancia Van Houten

Mahasiswa Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pattimura
Jl. Dr. Tamaela, Kel Urimesing, Nusaniwe, Ambon, Indonesia

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of corporate governance negative investment opportunity set (IOS) on firm value. By using a sample of 235 samples obtained from 47 manufacturing companies listed on the Indonesia stock exchange during the 2009-2013 observation period, this study proves that the investment opportunity set (IOS) has a positive and significant effect on firm value (hypothesis 1 is rejected); the supervisory function carried out by independent commissioners is able to reduce the opportunistic behavior of managers in making investments (hypothesis 2 is accepted); there is a positive and significant value for the interaction coefficient of investment opportunity set (IOS) with institutional ownership (hypothesis 3 is accepted). This means that large institutional ownership in the company will have a good influence on management in allocating funds that are trusted by investors; coefficient of interaction of investment opportunity set (IOS) with managerial ownership is positive but not significant (hypothesis 4 is rejected). Managerial ownership does not have a significant effect on increasing company value. The coefficient of determination of the results of this test is 0.589, this means that the investment opportunity set (IOS), Independent Commissioner, Institutional Ownership, Managerial Ownership are able to explain the Corporate Value of 58.9%. In other words, other factors outside of this research model that influence the Company Value by 41.1%.

Keywords: Investment Opportunity Set (IOS), Corporate Governance, and Corporate Value

JEL Classification : D30, G34, G32

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan laba dan mengoptimalkan nilai perusahaan. Menurut Van Home (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 asset yang dimiliki oleh perusahaan (Prapaska, 2012). Nilai perusahaan dapat dinilai dari harga sahamnya yang stabil dan mengalami kenaikan dalam jangka panjang. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Semakin tinggi nilai perusahaan mengindikasikan kemakmuran pemegang saham. Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham merupakan *fair price* yang dapat dijadikan sebagai proksi nilai perusahaan (Hasnawati, 2005).

Salah satu teknik analisa yang digunakan dalam menilai nilai perusahaan adalah dengan menggunakan *Tobin's Q*. *Tobin's Q* yang didefinisikan sebagai rasio nilai pasar perusahaan dibandingkan dengan biaya pergantian dari asetnya. Rasio ini dikembangkan oleh Profesor James Tobin (1967), rasio ini merupakan konsep yang berharga karena estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap dolar investasi incremental.

Peningkatan nilai perusahaan dapat dicapai ketika perusahaan menerapkan tata kelola yang baik atau dikenal dengan *corporate governance*. *Corporate governance* merupakan konsep yang diajukan demi peningkatan kinerja perusahaan melalui supervise atau monitoring kinerja manajemen dan menjamin akuntabilitas manajemen terhadap *stakeholder* dengan mendasarkan pada kerangka peraturan. Sistem *corporate governance* memberikan perlindungan efektif bagi pemegang saham dan kreditor sehingga mereka yakin akan memperoleh *return* atas investasinya dengan benar. Samianto (2001), mengatakan

bahwa *corporate governance* tidak menjamin kinerja bisnis bagus, tetapi bisa mengangkat nilai saham.

Penelitian ini ingin menguji pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap nilai perusahaan dan bagaimana mekanisme *corporate governance* diterapkan mampu mempengaruhi hubungan tersebut. **Rumusan Masalah** sebagai berikut: 1. Bagaimana *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh terhadap nilai perusahaan? 2. Bagaimana pengaruh *Corporate Governance* terhadap hubungan *Investment Opportunity Set* (IOS) dan nilai perusahaan?

TINAJUAN PUSTAKA

Teori Agensi (Agency Theory)

Teori keagenan menyangkut hubungan kontraktual antara anggota-anggota di perusahaan. Jensen dan Meckling (1996), Hendrikson dan Michael (2000), menyatakan bahwa agen menutup kontrak untuk melakukan tugas-tugas tertentu bagi principal dan principal menutup kontrak untuk memberi imbalan kepada agen, yang disebut principal adalah pemegang saham atau investor, sedangkan yang dimaksud dengan agent adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Inti dari hubungan keagenan adalah adanya pemisahan fungsi antara kepemilikan di investor dengan pengendalian di pihak manajemen.

Nilai Perusahaan

Crishtiawan dan Tarigan (2007), terdapat beberapa konsep nilai yang menjelaskan nilai suatu perusahaan, yaitu : nilai nominal, nilai pasar, nilai intrinsik, nilai buku, dan nilai likuidasi. Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis jelas dalam surat saham kolektif. Nilai pasar sering disebut kurs atau harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar saham. Nilai ini hanya biasa ditentukan jika saham perusahaan dijual di pasar saham. Nilai intrinsik mengacu pada perkiraan nilai riil suatu perusahaan. nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung sesuai dasar konsep akuntansi, yaitu dengan cara membagi selisih antara total assets dan total utang dengan jumlah saham yang beredar. Nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh asset perusahaan dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi.

Ada beberapa rasio yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan, salah satunya Tobin's Q. Rasio ini dinilai bisa memberikan informasi paling baik,

karena dalam Tobin's Q memasukan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukan namun seluruh asset perusahaan. Dengan memasukan seluruh asset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investor saja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga untuk kreditor karena sumber pembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitasnya saja tetapi juga dari pinjaman yang diberikan oleh kreditor (Sukamulja, 2004).

Semakin besar nilai Tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan baik. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar asset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku asset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut (Sukamulja, 2004).

Nilai pasar perusahaan (*corporate value*) akan diukur dengan menghitung *Price to Book Value Ratio* (PBV) pada periode yang telah ditentukan. Menurut Prayitno (2007), bahwa *Price to Book Value* (PBV) menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Semakin tinggi rasio ini, berarti pasar percaya akan prospek perusahaan tersebut. *Price to Book Value* (PBV) dihitung dengan rumus :

$$\begin{aligned} & \text{PBV} \\ = & \frac{\text{Harga Saham per Lembar Saham Biasa}}{\text{Ekuitas per Saham}} \\ & \text{atau} \\ \text{PBV} = & \frac{\text{Closing Price}}{\text{Ekuitas per Saham}} \end{aligned}$$

Semakin tinggi PBV semakin tinggi tingkat kepercayaan pasar terhadap prospek perusahaan, maka akan menjadi daya tarik bagi investor untuk membelinya.

Investment Opportunity Set (IOS)

Investment Opportunity Set (IOS) adalah tersedianya alternative investasi di masa datang bagi perusahaan (Hartono, 1999). *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan nilai sekarang dan pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang (Myers, 1977; dalam Chung dan Chareonwong, 1991).

Karakteristik perusahaan yang mengalami pertumbuhan dapat diukur antara lain dengan peningkatan penjualan, pembuatan produk baru atau diversifikasi produk, perluasan pasar, ekspansi atau peningkatan kapasitas, penambahan asset, mengakuisisi perusahaan lain, investasi jangka panjang, dan lain-lain.

Secara umum dapat dikatakan bahwa *investment opportunity set* (IOS) menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan *expenditure* perusahaan untuk kepentingan di masa yang akan datang. Dengan demikian *investment opportunity set* (IOS) bersifat tidak dapat diobservasi, sehingga perlu dipilih suatu proksi yang dapat dihubungkan dengan variabel lain dalam perusahaan, misalnya variabel pertumbuhan, variabel kebijakan, dan lain-lain :

1. Proksi *investment opportunity set* (IOS) berdasar harga (price-based proxies).
2. Proksi *investment opportunity set* (IOS) berdasar Investasi (investment-based proxies).
3. Proksi *investment opportunity set* (IOS) berdasar varian (variance measures).

Menurut Sri Hasnawati (2005) dan Agustina M. Nur (2007), menyebutkan bahwa *investment opportunity set* (IOS) dapat diukur melalui *market value to book of assets ratio*. Secara sistematis variabel *investment opportunity set* (IOS) diformulasikan sebagai berikut :

$$MVBVA = \frac{\text{Total Assets} - \text{Total ekuitas} + (\text{Jml.Saham Beredar} \times \text{Closing Price})}{\text{Total Assets}}$$

Penggunaan rasio ini atas dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dari harga saham (Kallapur dan Trombley, 1999; dalam Fitrijanti dan Hartono, 2002).

Mekanisme Corporate Governance

Adapun beberapa definisi *corporate governance* yang dapat dihimpun dari berbagai sumber antara lain sebagai berikut :

1. Blair (1995), mendefinisikan *corporate governance* sebagai keseluruhan asset aransemen legal, kebudayaan, dan institusional yang menentukan apa yang dapat dilakukan oleh perusahaan publik, siapa yang mengendalikan, dan bagaimana pengendalian dilakukan, dan bagaimana risiko dan return dari aktivitas-aktivitas yang dilakukan oleh perusahaan tersebut dialokasikan.
2. Sir Adrian Cadbury (2000), mendefinisikan *corporate governance* sebagai keseimbangan antara tujuan ekonomi dan tujuan social serta tujuan individu dan tujuan komunitas. Disamping itu juga menekankan

akuntabilitas dalam pengelolaan segala sumber daya yang memperhatikan seluruh kepentingan baik individu, perusahaan, dan masyarakat.

3. Shann Tumbull (2000), mendefinisikan *corporate governance* sebagai berikut : " *corporate governance describes all the influences affecting the institutional processes including those for appointing the controllers and/or regulators, involved in organizing the production and sale of goods and services*".
4. Achmad Syakhroza (2002), mendefinisikan *corporate governance* sebagai berikut : " *corporate governance adalah suatu sistem yang dipakai "Board" untuk mengarahkan dan mengendalikan serta mengawasi (directing, controlling, dan supervising) pengelolaan sumber daya organisasi secara efisien, efektif, ekonomis, dan produktif -E3P- dengan prinsip-prinsip transparan, accountable, responsible, independent, dan fairness -TARIF- dalam rangka mencapai tujuan organisasi?*".
5. Definisi *corporate governance* sesuai dengan Surat Keputusan Menteri BUMN No. Kep - 117/M - MBU/2002 tanggal 31 Juli 2002 tentang penerapan CGC pada BUMN adalah : " *Suatu proses dan struktur yang digunakan oleh organ BUMN untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan stakeholder lainnya, berlandaskan peraturan perundangan dan nilai-nilai etika*".

Penelitian Sebelumnya

Barber et al (1996), melakukan riset tentang hubungan antara *investment opportunity Set* (IOS) dengan sensitivitas kompensasi CEO dan ukuran kinerja. Dengan menggunakan 1249 perusahaan public yang terdaftar di Amerika Serikat dari tahun 1992 sampai 1993, menemukan bukti kuat yang mendukung hipotesis mereka. Mereka menemukan sensitivitas kinerja akan bervariasi terhadap tingkat *investment opportunity Set* (IOS) perusahaan. *Investment Opportunity Set* (IOS) ditemukan berhubungan dengan sensitivitas indikator kinerja yang bersifat *accounting based* ditemukan hasil yang tidak signifikan. Gull (1999), juga menemukan hubungan negatif *investment opportunity set* dan kinerja perusahaan.

Alshimmri (2004), melakukan riset untuk mengetahui pengaruh kompensasi dan *outside directors* terhadap kinerja perusahaan. Sampel penelitian adalah 167 perusahaan REIT (read estate) pada tahun 1996. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara kompensasi dan kinerja. Lebih lanjut, penelitian ini menemukan hubungan non linear antara ukuran dewan komisaris dengan *non executive* perusahaan

dan kinerja. Hubungan negatif ditemukan bila ukuran dewan komisaris kecil, dan menjadi positif ketika jumlah *non executive* dewan komisaris semakin besar.

Hutchinson dan Gul (2004), melakukan riset tentang *investment opportunity set* praktek *corporate governance* dan kinerja perusahaan. penelitian fokus pada tiga mekanisme *corporate governance* yaitu proporsi *non executive board*, manajemen *shareholding* dan *manager's comperation*. Sampel penelitian adalah 310 perusahaan dan 500 perusahaan terbaik di Australia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketiga mekanisme tersebut dapat memperlemah pengaruh negatif *investment opportunity set* terhadap kinerja perusahaan secara signifikan.

Deinis (1996), melakukan riset tentang pengaruh *external blockholder* pada mekanisme control internal perusahaan. Sampel penelitian adalah 98 perusahaan dari tahun 1983 – 1988 yang mengalami pergantian kepemilikan *blockholder*. Penelitian ini menemukan terdapat pergantian manajemen dalam dua tahun setelah perubahan kepemilikan, terutama pada perusahaan dengan kinerja buruk dan *outside blockholders* yang mengambil alih kepemilikan.

METODOLOGI PENELITIAN

Lokasi dan Waktu Penelitian

Dalam penelitian ini subjeknya terbatas pada perusahaan industri Manufaktur yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan menggunakan data sekunder yang berupa Laporan Keuangan. Penelitian ini dilakukan selama 3 (tiga) bulan.

Selain itu variabel bebas dan variabel tergantung juga terbatas pada *Investment Opportunity Set* (IOS), dan *Corporate*

Governance terhadap Nilai Perusahaan sebagai variabel tergantung.

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa laporan tahunan perusahaan dan data kuantitatif lainnya selama periode tahun 2009 sampai dengan tahun 2013. Data – data tersebut diperoleh dari situs Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu *www.iib.co.id*, *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan *annual report* perusahaan, serta database Pojok BEI Fakultas Ekonomi dan Bisnis UGM.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan public yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2009 sampai dengan tahun 2013. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel yang dilakukan berdasarkan criteria sebagai berikut:

- Perusahaan Manufaktur yang secara konsisten terdaftar di Bursa Efek Jakarta Indonesia (BEI) selama periode tahun 2009 sampai dengan tahun 2013.
- Perusahaan yang secara periode menerbitkan laporan tahunan dengan periode yang berakhir pada tanggal 31 Desember selama periode pengamatan tahun 2009 sampai dengan tahun 2013.
- Laporan keuangan disajikan dalam rupiah dan semua data yang dibutuhkan untuk penelitian ini tersedia lengkap.

Objek penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 – 2013. Sampel Perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah dapat dilihat pada table berikut ini:

Tabel (1) Proses Pengambilan Sampel

| No | Karakteritik Sampel | Ket |
|----|--|-----|
| | Perusahaan Manufaktur yang terdaftar dari tahun 2009-2013 di Bursa Efek | 134 |
| | Perusahaan Manufaktur yang tidak berturut-turut mengeluarkan Laporan Keuangan per 31 Desember 2003- 31 Desember 2013 | 10 |
| | Perusahaan yang tidak memiliki nilai ekuitas positif dalam laporan keuangan periode penelitian dari tahun 2009-2013 | 21 |
| | Perusahaan manufaktur yang tidak memiliki perubahan nilai aktiva positif pada periode penelitian dari tahun 2009- 2013 | 56 |
| | Jumlah Sampel Penelitian (Perusahaan) | 47 |

Sumber: Data diolah

Identifikasi, Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Identifikasi Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan 4 variabel bebas (independen variable) dan satu variabel terikat (dependen variable). Variabel bebas dalam penelitian ini meliputi *Investment Opportunity Set* (IOS) dan mekanisme *corporate governance* yang terdiri dari komposisi komisaris independen, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial. Variabel terikatnya adalah Nilai Perusahaan.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Variabel Bebas (Independen)

Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini meliputi:

1. *Investment Opportunity Set* (IOS)

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi dari aktiva yang dimiliki (assets in place) dan opsi investasi di masa yang akan datang, dimana IOS tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan (Pagalung, 2003). Penelitian ini menggunakan *market value to value of equity* (MVE/BVE) sebagai proksi *Investment Opportunity Set* (IOS). Secara matematis, *market value to value of equity* (MVE/BVE) diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{MVE/BVE} =$$

$$\frac{\text{Jumlah Lembar Saham Beredar} \times \text{Closing Price}}{\text{Total Ekuitas}}$$

2. Mekanisme *Corporate Governance*

Penelitian ini menggunakan empat (4) mekanisme *corporate governance* yang terdiri dari:

a. Komposisi Komisaris Independen

Komposisi komisaris independen adalah perbandingan jumlah komisaris independen yang dimiliki oleh suatu perusahaan terhadap jumlah seluruh anggota dewan komisaris. (Ujyantho dan Pramuka, 2007). Dalam penelitian ini, komposisi komisaris independen diukur melalui besarnya persentase jumlah komisaris independen terhadap jumlah total komisaris yang ada dalam susunan dewan komisaris.

$$\text{Komposisi Komisaris Independen} =$$

$$\frac{\text{Jumlah Total Dewan komisaris}}{\text{Jumlah Komisaris Independen}}$$

b. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak institusi. Dalam penelitian ini, kepemilikan institusional diukur melalui besarnya persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional.

c. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola (Boediono, 2005). kepemilikan manajerial diukur melalui besarnya persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan.

Variabel Terikat (Dependen)

Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini meliputi:

Nilai Perusahaan

Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan yang akan tercermin dari harga sahamnya (Fama, 1978; dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006). Nilai perusahaan merupakan gambaran dari kesejahteraan pemegang saham. Semakin tinggi nilai perusahaan maka dapat menggambarkan semakin sejahtera pula pemiliknya.

Rasio Tobin's Q yang digunakan dalam penelitian ini dihitung oleh Chung dan Pruitt (1994), seperti dalam penelitian Shintawati (2011), sebagai berikut:

$$\text{Tobin's Q} =$$

$$\frac{\{(CP \times \text{Jumlah Saham Beredar}) + TL + I\} - CA}{\text{Total Assets}}$$

Metode Pengumpulan Data

Penelusuran data ini dilakukan dengan cara:

- Penelusuran secara manual untuk data dalam format kertas hasil cetakan.
- Penelusuran dengan menggunakan computer untuk data dalam format elektronik berupa katalog perpustakaan, laporan keuangan BEI

Metode Analisis Data

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan variabel-variabel dalam penelitian. Pengukuran yang digunakan dalam penelitian ini mencakup nilai rata-rata (mean), standar deviasi, minimum, dan maksimum.

Uji Asumsi Klasik

Sebagai prasyarat dilakukan regresi berganda dilakukan uji asumsi klasik untuk memastikan bahwa data penelitian valid, tidak bias, konsisten dan penaksiran koefisien regresinya efisien (Ghozali, 2011). Pengujian asumsi klasik meliputi: Uji Normalitas, Uji normalitas, Uji Multikolinieritas, Uji Autokorelasi dan Uji Heteroskedastisitas. Hasil Penelitian ini telah memenuhi syarat.

Analisis Regresi

Metode analisis yang digunakan untuk menguji pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) dan mekanisme *corporate governance* terhadap nilai perusahaan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linear berganda (*multiple regression analysis*). Untuk menguji hipotesis – hipotesis yang telah dirumuskan dalam penelitian ini akan digunakan persamaan regresi sebagai berikut:

$$Q = \beta_0 + \beta_1 \text{IOS} + \beta_2 \text{KI} + \beta_3 \text{INSTOWN} + \beta_4 \text{MGTOWN} + \epsilon$$

HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Pada tabel dibawah ini akan ditampilkan statistik deskriptif dan variabel yang digunakan untuk analisis regresi sebagai berikut:

Tabel (2) Statistik Deskriptif

| | IOS | KI | INSTOWN | MGTOWN | Q |
|-----------|-------|-------|---------|--------|-------|
| Minimum | 0.024 | 0.167 | 0.001 | 0.000 | 0.001 |
| Maximum | 5.421 | 0.667 | 0.881 | 0.166 | 0.858 |
| Mean | 0.947 | 0.360 | 0.316 | 0.005 | 0.284 |
| Standard | | | | | |
| Deviation | 0.827 | 0.090 | 0.270 | 0.019 | 0.187 |
| Count | 235 | 235 | 235 | 235 | 235 |

Pengolahan data mentah dari penelitian ini dapat dilihat sebagaimana diringkas pada table 4.1 diatas menunjukkan bahwa jumlah sampel atau *count* data valid yang akan diteliti adalah 36 sampel. Dari data *investment opportunity set* (IOS) yang diukur dengan *market value to book value of equity* (MVE/BE) menunjukkan nilai minimum sebesar 0.024 pada perusahaan PT. Ades Waters Indonesia, Tbk tahun 2012 dan untuk data maksimum sebesar 5.421 pada PT Indah Kiat Pulp & Paper, Tbk. Dengan nilai mean atau rata-ratanya sebesar 0.947 dan standar deviasi sebesar 0.827, nilai rata-rata IOS dibawah 1 (satu) berarti bahwa rata-rata perusahaan sampel selama tahun 2009 – 2013 masih kurang mengalami pertumbuhan nilai sahamnya.

Analisa Regresi dan Pengujian Hipotesis

Metode analisis yang digunakan untuk menguji pengaruh Variabel *Investment Opportunity Set* dan mekanisme *corporate governance* (Komisaris Independen, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manjerial) terhadap Nilai Perusahaan.

Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) mengukur sejauh mana kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel-variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2011). Hasil Pengujian Koefisien determinasi dapat dilihat pada:

Tabel (3) Koefisien Determinasi

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .624 ^a | .589 | .530 | .14809760 |

dikuadratkan 0.624²) sebesar 0.589. angka R – square ini disebut sebagai Koefisien determinasi. Besarnya angka

tersebut yaitu 0.589 atau sama dengan 58.9%. Ini berarti bahwa sebesar 58.9% nilai perusahaan dapat dijelaskan dengan menggunakan variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) melalui *Corporate Governance*. Sedangkan sisanya yaitu 41.1% (100% - 58.9%) harus dijelaskan oleh faktor – faktor lain diluar model. Model regresi ini sudah layak untuk digunakan dalam memprediksi nilai perusahaan

pada perusahaan industry manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Pengujian Secara Parsial (Uji t)

Dari hasil pengujian terhadap asumsi klasik, diperoleh model regresi tersebut telah memenuhi asumsi *normalitas*, *multikolinieritas*, autokorelasi, dan heteroskedastisitas. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menguji model persamaan regresi secara parsial terhadap masing-masing variabel bebas. Hasil pengujian model regresi secara parsial diperoleh sebagai berikut ini :

Tabel (4) Uji Secara Parsial (T – test)

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | B | Std. Error | B | | |
| (Constant) | .157 | .071 | | 2.198 | .029 |
| IOS | .030 | .067 | .134 | 2.451 | .007 |
| 1 KI | .297 | .189 | .143 | 1.569 | .118 |
| INSOWN | .256 | .060 | .370 | 4.255 | .000 |
| MGTOWN | 4.262 | 3.123 | .425 | 1.365 | .174 |

a. Dependent Variable: Q

Untuk melihat besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilihat dari nilai beta *unstandardized*, sedangkan untuk melihat dominasi variabel independen terhadap variabel dependen tercermin pada beta *standardized*.

Berdasarkan tabel pengujian regresi linear maka diperoleh dimasukkan persamaan regresi sebagai berikut :

$$Q = 0.157 + 0.030 \text{ IOS} + 0.297 \text{ KI} + 0.256 \text{ INSTOWN} + 4.262 \text{ MGTOWN} + e$$

Dari persamaan regresi diatas dapat diketahui bahwa variabel *Investment Opportunity Set* (IOS), Komisaris Independen, Kepemilikan Institusional, dan Kepemilikan Manajerial memiliki koefisien regresi dengan arah positif. Hal ini berarti bahwa perusahaan dengan *Investment Opportunity Set* (IOS), Komisaris Independen, Kepemilikan Institusional, dan Kepemilikan Manajerial yang tinggi akan menyajikan Nilai Perusahaan yang tinggi.

PEMBAHASAN

Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan

Untuk memaksimalkan nilai perusahaan dapat tercapai, Manajemen dituntut untuk mengelola perusahaan dengan baik yang dimana menyangkut keputusan investasi. Sesuai dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham atau memaksimalkan nilai perusahaan, perlulah diambil keputusan yang relevan dan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang pada akhirnya akan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham.

Keputusan investasi akan berdampak pada kebijakan pilihan perusahaan untuk membuat investasi dimasa mendatang. Dari hasil pengujian hipotesis pertama ditemukan bahwa ternyata IOS tidak mempunyai pengaruh negative signifikan terhadap nilai perusahaan. *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan pilihan kesempatan investasi masa depan yang dapat mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau proyek yang memiliki *net present value* positif. Sehingga IOS

memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan karena IOS merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi dari aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, dimana IOS tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan.

Menurut Gaver dan Gaver (1993), IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar. Smith dan Watts (1992) (dalam Wah, 2002) menyatakan bahwa manajemen *investment opportunities* membutuhkan pembuatan keputusan dalam lingkungan yang tidak pasti dan konsekuensinya tindakan manajerial menjadi lebih *unobservable*. Tindakan manajer yang *unobservable* dapat menyebabkan prinsipal tidak dapat mengetahui apakah manajer telah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan prinsipal atau tidak.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa ternyata dari sampel perusahaan memiliki *Investment Opportunity Set* yang sangat besar sehingga membuat hubungan antara IOS dan nilai perusahaan mempunyai hubungan yang positif dan signifikan berpengaruh. Dimana dapat dilihat bahwa manajer tidaklah melakukan kepentingan – kepentingan untuk dirinya sendiri, hasil ini mengindikasikan bahwa meskipun manajer dari perusahaan yang mempunyai *investment opportunity* yang tinggi cenderung untuk memanipulasi akrual kelola akan menurun karena perusahaan memiliki pengawasan audit yang lebih baik. Sehingga manajer tidaklah memiliki kecenderungan untuk melakukan konsumsi atas keuntungan tambahan secara berlebihan.

Komisaris Independen

Komisaris independen merupakan salah satu mekanisme dari *corporate governance*, yaitu suatu system yang mengatur dan mengendalikan perusahaan diharapkan dapat memberikan pengawasan terhadap manajemen dalam mengelola perusahaan sehingga hal tersebut dapat menyakinkan pihak principal bahwa mereka akan memperoleh return atas dana yang diinvestasikan.

Ada tiga mekanisme *corporate governance* yang dipakai dalam penelitian ini antara lain kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi dan porsi komisaris independen dalam susunan dewan komisaris. Mekanisme ini dipakai dalam berbagai penelitian mengenai *corporate governance* yang bertujuan untuk mengurangi konflik keagenan.

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa pada perusahaan yang memiliki porsi komisaris independen yang besar dalam struktur dewan komisaris maka nilai perusahaan akan mengalami peningkatan. Ini menunjukkan bahwa hipotesis 2 diterima.

Dewan komisaris memegang peranan yang sangat penting dalam perusahaan, terutama dalam pelaksanaan *good corporate governance*. Dewan komisaris merupakan suatu mekanisme mengawasi dan mekanisme untuk memberikan petunjuk dan arahan pada pengelola perusahaan (FCGI, 2001). Komposisi dewan komisaris merupakan salah satu karakteristik dewan yang berhubungan dengan kandungan informasi laba.

Komposisi komisaris independen adalah perbandingan jumlah komisaris independen yang dimiliki oleh suatu perusahaan terhadap jumlah seluruh anggota dewan komisaris. Keberadaan dewan komisaris yang berasal dari luar dapat mengurangi kemungkinan terjadinya kecurangan pelaporan keuangan. Dalam hal ini, komisaris independen berperan mengawasi tindakan manajemen sehingga diharapkan dapat mengurangi kemungkinan terjadinya manajemen laba.

Berdasarkan keputusan direksi BEJ No: Kep-305/BEJ/07-2004, dalam rangka penyelenggaraan pengelolaan perusahaan yang baik (*good corporate governance*), perusahaan tercatat wajib memiliki komisaris independen yang jumlahnya secara proporsional sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki oleh bukan pemegang saham pengendali dengan ketentuan jumlah komisaris independen sekurang-kurangnya 30% (tiga puluh persen) dari jumlah seluruh anggota komisaris.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional juga berarti kepemilikan saham eksternal. Kepemilikan institusional merupakan persentase pemegang saham yang dimiliki oleh pemilik institusional (>5%) seperti asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan lain kecuali anak perusahaan dan institusi lain yang memiliki hubungan istimewa (Stice *et al*, 2009). Investor institusi mempunyai peranan dalam menyediakan mekanisme yang dapat dipercaya terhadap penyajian informasi kepada investor. Peranan ini disebabkan investor institusi merupakan investor yang *sophisticated* dan mempunyai daya pengendali yang lebih baik dibanding investor individu (Larasati, 2010).

Kepemilikan institusional dapat digunakan untuk mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan karena kepemilikan merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menentang

keberadaan manajerial, maka konsekuensi dari penyebaran kekuasaan merupakan hal yang relevan adanya kepemilikan institusional atau investor akan mendorong pengawasan yang lebih optimal kinerja manajer.

Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa pada perusahaan yang memiliki kepemilikan institusi yang besar maka nilai perusahaan akan mengalami peningkatan. Ini menunjukkan bahwa hipotesis 3 diterima. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi juga dinilai dapat menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer. Hal ini disebabkan karena investor institusional terlibat dalam pengambilan keputusan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba (Jensen dan Meckling, 1976).

Kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme *monitoring* yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan keputusan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba (Jensen dan Meckling, 1976). Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer

Kepemilikan Manajerial

Hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memberikan pengaruh yang berarti terhadap nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa hipotesis 4 tidak diterima. Kepemilikan manajerial seyogyanya menjadi mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan dari manajer dengan menyelaraskan kepentingan – kepentingan manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Ross et al (1999) (dalam Siallagan dan Machfoedz, 2006) menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan cenderung untuk berusaha untuk meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang saham dan untuk kepentingannya sendiri.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Kesimpulan

Berdasarkan analisis hasil penelitian pada 47 perusahaan manufaktur yang terdapat di bursa efek Indonesia maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

- a. Dari uji regresi, terbukti bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini berarti bahwa manajer tidaklah melakukan kepentingan – kepentingan untuk dirinya sendiri, hasil ini mengindikasikan bahwa meskipun manajer dari perusahaan yang mempunyai *investment opportunity* yang tinggi cenderung untuk memanipulasi akrual kelola akan menurun karena perusahaan memiliki pengawasan audit yang lebih baik. Sehingga manajer tidaklah memiliki kecenderungan untuk melakukan konsumsi atas keuntungan tambahan secara berlebihan.
- b. Dari hasil regresi diperoleh hasil positif signifikan pada variable interaksi *Investment Opportunity Set* (IOS) dan proporsi komisaris independen. Hal ini menunjukkan bahwa fungsi pengawasan yang dilakukan oleh komisaris independen mampu mengurangi perilaku *opportunistic* manajer dalam melakukan investasi. Proporsi komisaris independen yang lebih besar dalam susunan dewan komisaris dapat mendorong terciptanya control yang baik sehingga agen / manajemen akan bekerja sesuai dengan yang menjadi tanggung jawabnya.
- c. Kepemilikan institusional yang besar dalam perusahaan akan memberikan pengaruh yang baik terhadap manajemen dalam mengalokasikan dana yang dipercayakan para investor kepadanya sehingga pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa terdapat nilai positif dan signifikan pada koefisien interaksi *investment opportunity set* (IOS) dengan kepemilikan institusional.
- d. Kepemilikan manajerial tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap peningkatan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa koefisien interaksi *investment opportunity set* (IOS) dengan kepemilikan manajerial bernilai positif tapi tidak signifikan.

Implikasi

Untuk penelitian dimasa yang akan datang terdapat beberapa saran yang diberikan peneliti yaitu:

- a. Penelitian berikutnya yang mencoba mengkaitkan mekanisme *corporate governance* dan kinerja dapat mempertimbangkan penggunaan *investment opportunity set* (IOS) sebagai factor organisasional perusahaan. Dengan memasukan *investment opportunity set* (IOS)

maka diharapkan mampu menunjukkan efektivitas mekanisme *corporate governance* perusahaan.

- b. Penelitian berikutnya dapat menambah mekanisme *corporate governance* lainnya, dan juga dapat menguji substitusi issue di mekanisme *corporate governance* seperti yang diungkapkan Agrawal dan Knoeber (1996). Penggunaan mekanisme blockholder dalam mengatasi *agency conflict* juga dapat mempertimbangkan masalah koordinasi yang terjadi antara blockholder dalam perusahaan.

DAFTAR REFERENSI

- Adam T, dan Goyal, V, (2000), "The Investment Opportunity Set and Proxy Variable: Theory and Evidence" *University Of Michigan Business School*
- Agrawal, A, Knoeber, C.R, (1996), "Firm Performance and Mechanisms To Control, Agency Problems Between Managers and Shareholders," *Journal Of Financial and Quantitative Analysis*.
- Alshimiri, Turki, (2004), "Board Composition, Executive Numeration, and Corporate Performance: The Case of REITS, Corporate Ownership and Control."
- Arifin, Z. (2003). "Efektifitas Mekanisme Bonding Dividen dan Hutang untuk Mengurangi Masalah Agensi Pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta." *Journal Siasat Bisnis*, Vol. 1 No. 8 pp. 19-31
- Baber, G, P, (1993), "Growth, Corporate Policies, and The Investment Opportunity Set," *Journal of Accounting of Economics*.
- Baber, W, R, Janakiraman, S.N, Kang S.H, (1996), "Investment Opportunities and The Structure of Executive Compensation," *Journal of Accounting and Economics*.
- Bertrand, Marianne; Mehta, Paras; dan Mullainathan, Sendhil (2002). "Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups." *Quarterly Journal of Economics*. February: 121-148.
- Bertrand, Marianne; Mehta, Paras; dan Mullainathan, Sendhil (2002). "Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups." *Quarterly Journal of Economics*. February: 121-148.
- Boubaker, Sabri (2003). "On the Relationship between Ownership-Control Structure and Debt Financing: New Evidence from France." Working Paper of University Paris XII-Val-de-Mame.
- Bunkanwanicha, Pramuan; Gupta, Jyoti; dan Rokhim, Rofikoh (2003). "Debt and Entrenchment: Evidence from Thailand dan Indonesia." Working Paper of University Paris 1-Panthéon-Sorbonne.
- Du, Julian dan Dai, Yi (2005). "Ultimate Corporate Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from East Asian Economies." *Corporate Governance*. Vol. 13, No. 1: 60-71.
- Dyck, Alexander dan Zingales, Luigi (2002). "Privat Benefits of Control: An International Comparison. NBER Working Paper No. 8711.
- Edwards, Jeremy S.S. (2004). "How Weak is the Weakest-Link Principle? On the Measurement Of Firm Owners' Control Rights." CESifo Working Paper No. 1255.
- Edwards, Jeremy S.S. dan Weichenrieder (2003). "Ownership Concentration and Share Valuation : Evidence from Germany." CESifo Working Paper No. 193.
- Faccio, Mara; Lang, Larry H.P.; dan Young, Leslie (2001). "Dividends and Expropriation." *American Economic Review*. Vol. 91, No. 1: 55-79.
- Faccio, Mara; Lang, Larry H.P.; dan Young, Leslie (2001). "Dividends and Expropriation." *American Economic Review*. Vol. 91, No. 1: 55-79.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI). *Corporate Governance Tata Kelola Perusahaan*, <http://www.fcgi.or.id>
- Gaver, J.J. dan Gaver, K.M. (1993). "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies." *Journal of Accounting and Economics*. No. 16: 126-160.
- Gilson, Ronald J. dan Gordon, Jeffrey N. (2003). "Controlling Controlling Shareholders." Columbia Law School Working Paper No. 228.
- Harjoto, Agus & Nurfauziah. (2006). "Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan Dividen Dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia." *JAAI*, Vol. 10 No. 2.
- Hasnawati, Sri. (2005). Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *JAAI* Vol. 9 No. 2, pp. 117-126
- Hermawan, Ancella (2009). "Kepemilikan Keluarga dan Corporate Governance." *Diventasi*, Program Pascasarjana Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
- Kaaro, Hermeindito dan Hartono, Jogiyanto. (2002). Perilaku Keputusan Investasi berbasis peluang Investasi dan ketersediaan Keuangan Internal. Simposium Nasional Akuntansi 5. Semarang

-
- Kusuma, Hadri & Erlan Susanto. (2004). "Efektivitas Mekanisme Bonding: Kasus Perusahaan-perusahaan yang dikontrol Komisaris Independen." *JAAI, Vol. 8 No. 1*
- Kusuma, Hadri. (2006). "Efek Informasi Asimetri Terhadap Kebijakan Dividen". *JAAI Vol. 10 No. 1*.
- Nuryaman. (2009). "Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Mekanisme Corporate governance terhadap Pengungkapan Sukarela". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* Vol. 6 No. 1.
- Ownership Around the World." *Journal of Finance*. Vol. 54, No. 2: 471-517. Faccio, Mara dan Lang, Larry H.P. (2002). "The Ultimate Ownership of Western European Corporations." *Journal of Financial Economics*. Vol. 65: 365-395.
- Rahayu, Dyah Sih. (2005). "Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial dan Institusional Pada Struktur Modal Perusahaan." *Jurnal Akuntansi & Auditing*, Vol. 01/No. 02/Mei 2005: 181-197
- Sallagan, Hamonangan, Mas"ud Machfoedz, (2006). "Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan," *Symposium Nasional Akuntansi 9*, Padang.
- Siregar, Sylvia Veronica, (2005). "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan dan Praktek Corporate Governane terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management) dan Kekeliruan Penilaian Pasar". *Diversasi*, Program Studi Ilmu Manajemen Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Suharti, Michell. (2007). "Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat" *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9 No. 1. pp 9-17
- Suranta, Eddy dan Pratana Puspa Medistusi, (2005). "Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Praktek Manajemen Laba." Konferensi Nasional Akuntansi, Peran Akuntansi dalam membangun Good Corporate Governance, hal 1-8.