

PERAN INVESTMENT OPPORTUNITY SET SEBAGAI PEMODERASI PENGARUH KINERJA KEUANGAN, GOOD CORPORATE GOVERNANCE DAN CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Michael Anderson Sianipar¹

Susi Dwi Mulyani^{2*}

¹²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Trisakti

*Korespondensi: susi.dwimulyani@yahoo.com

Abstract

Firm Values of manufacturing company in Indonesia is influenced by various factors of financial and non-financial that can be measured using financial ratios, good governance, and social responsibility practices in the company. The purpose of this study was to analyze the effect of financial performance proxied by Profitability and Solvability, Good Corporate Governance (GCG), and Corporate Social Responsibility (CSR) on the firm value, with Investment Opportunity set (IOS) as a moderating variable. The firm value in this study was proxied by Tobins'q. The population of this research is manufacturing company with chemical industry subsectors listed in the Indonesia Stock Exchange (BEI) in 2013-2015. The sampling method used is purposive sampling and acquired 31 companies in this sample. The analytical method used is moderating regression analysis. Based on the results of hypotheses testing, there was Solvability and IOS had positive effect on firm value, while Profitability, GCG, and CSR had no effect on the firm value. The use of a moderating variable Investment Opportunity Set (IOS) is not able to strengthen the influence of profitability, solvability, GCG and CSR on the firm value.

Keywords: Profitability; Solvability; Good Corporate Governance; Corporate Social Responsibility; Investment Opportunity Set; Firm Value.

Submission date: 2019-07-10

Accepted date: 2019-08-14

PENDAHULUAN

Tujuan utama suatu perusahaan adalah untuk memperoleh keuntungan (*profit*). Konsep orientasi pada laba ini telah diterapkan sejak lama yang menyebabkan perkembangan pelaporan akuntansi lebih digunakan sebagai alat untuk mencerminkan serta bentuk implementasi pertanggungjawaban terhadap pemilik modal. Perusahaan

akan melakukan eksploitasi sumber daya dan masyarakat dalam rangka memenuhi permintaan pemilik modal tersebut. Hal ini dapat menjadi pemicu munculnya isu mengenai kerusakan alam, pemanasan global, dan lingkungan sosial.

Selain itu penerapan *corporate governance* juga dinilai sangat perlu di era globalisasi sekarang ini. Menurut Badan Pengawas Keuangan dan Pembangunan (BPKP) tahun 2016, latar belakang kebutuhan atas *good corporate governance* (GCG) dapat dilihat dari latar belakang praktis dan latar belakang akademis. Dari latar belakang praktis, dapat dilihat dari pengalaman Amerika Serikat yang harus melakukan restrukturisasi *corporate governance* sebagai akibat *market crash* pada tahun 1929. *Corporate governance* yang buruk dianggap sebagai salah satu penyebab terjadinya krisis ekonomi politik di Indonesia. Dari latar belakang akademis, kebutuhan *good corporate governance* timbul berkaitan dengan *principal-agency theory*, yaitu untuk menghindari konflik antara *principal* dan agennya. Konflik muncul karena perbedaan kepentingan, sehingga harus dikelola sebaik mungkin sehingga tidak menimbulkan kerugian kepada para pihak yang terkait.

Dalam mencerminkan nilai suatu perusahaan yang baik, pengungkapan *Corporate Social Responsibility* (CSR) yang terdapat dalam laporan keberlanjutan (*Sustainability Report*) dinilai sangat perlu. Saat ini perusahaan dituntut untuk tidak hanya mementingkan kepentingan manajemen dan pemilik modal semata melainkan konsumen dan masyarakat luas serta lingkungan alam yang ada disekitarnya. Dalam permasalahan ini Laporan Berkelanjutan (*Sustainability Report*) dapat dijadikan sebagai jawaban. Pada laporan ini, perusahaan menunjukkan akuntabilitas dan transparansinya dalam pelaksanaan tanggung jawab sosial dan lingkungan berdasarkan kerangka laporan yang dikeluarkan oleh *Global Reporting Initiative* (GRI).

Dewasa ini, keputusan investasi akan menentukan *investment opportunity set* (IOS), yaitu pilihan kesempatan investasi masa depan yang dapat mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau kegiatan yang memiliki *net present value* (NPV) positif. (Shintawati, 2011) menyatakan bahwa rasio nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku/*market value to book value of equity* (MVE/BVE) dapat mencerminkan adanya IOS bagi suatu perusahaan. Semakin tinggi angka rasio MVE/BVE semakin tinggi pula nilai perusahaan. Hal ini menandakan bahwa perusahaan dengan nilai pasar yang tinggi dinilai baik oleh investor melalui harga saham yang tinggi. Oleh karena itu, pengungkapan Kinerja Keuangan, GCG dan CSR memiliki peranan penting dalam meningkatkan nilai perusahaan dengan didorong tingginya set kesempatan investasi dalam suatu perusahaan.

Hasil penelitian (Gunawan, Y., & Mayangsari, 2015) menunjukkan *sustainability* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di BEI, sedangkan set kesempatan investasi secara signifikan memoderasi hubungan antara *sustainability* dan nilai perusahaan. Penelitian (Adhima & Hariadi, 2012) menunjukkan pengungkapan kinerja sosial memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, sedangkan penelitian (Retno, R., D, & Priantinah, 2012) menunjukkan bahwa GCG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan pengungkapan CSR tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh (Ulupui, 2007) yang menyatakan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun penelitian (Sigit Hermawan & Maf'ulah, 2014) yang menyatakan bahwa ROA tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.

Berbagai hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa pengaruh Kinerja Keuangan, GCG dan CSR pada nilai perusahaan masih kontradiktif dan bervariasi.

Berdasarkan kondisi ini maka diduga adanya faktor lain yang kemungkinan dapat memperlemah atau memperkuat hubungan antara Kinerja Keuangan, GCG dan CSR dan nilai perusahaan. Selain itu kebaruan penelitian ini adalah menggunakan indeks *ASEAN Corporate Governance Scorecard* untuk pengukur GCG. Dengan demikian tujuan dari penelitian ini adalah untuk: (1) menganalisis pengaruh profitabilitas pada nilai perusahaan; (2) menganalisis pengaruh solvabilitas pada nilai perusahaan; (3) menganalisis pengaruh *good corporate governance* pada nilai perusahaan; (4) menganalisis pengaruh *corporate social responsibility* pada nilai perusahaan; (5) menganalisis pengaruh *Investment Opportunity Set* pada nilai perusahaan; (6) menganalisis *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh profitabilitas pada nilai perusahaan; (7) menganalisis *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh solvabilitas pada nilai perusahaan; (8) menganalisis *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh *good corporate governance* pada nilai perusahaan; dan (9) menganalisis *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh *corporate social responsibility* pada nilai perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Teori Stakeholder (*Stakeholder Theory*)

Istilah *stakeholder* pada awalnya diperkenalkan oleh *Stanford Research Institute* (SRI), yakni “*those groups without whose support the organization would cease to exist*” (Freeman, R., E, & Reed, D., 1986) Inti dari pemikiran itu mengarah pada keberadaan suatu organisasi (dalam kasus ini adalah perusahaan) sangat dipengaruhi oleh dukungan kelompok – kelompok yang memiliki hubungan dengan organisasi tersebut. (Freeman, R., E, & Reed, D., 1986) mengembangkan *stakeholder theory* dan memperkenalkan konsep tersebut dalam dua model, yaitu: (1) model kebijakan dan perencanaan bisnis; dan (2) model tanggung jawab sosial perusahaan dan manajemen stakeholder. Perusahaan harus menjaga hubungan dengan *stakeholder*-nya, terutama *stakeholder* yang mempunyai *power* terhadap ketersediaan sumber daya yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan, misalnya tenaga kerja, pasar atas produk perusahaan dan lain-lain (Ghozali, I., & Chariri, 2007) Salah satu strategi perusahaan untuk menjaga hubungan antar setiap *stakeholder* adalah dengan mengungkapkan *Corporate Social Responsibility* yang menginformasikan perihal kinerja ekonomi, sosial dan lingkungan.

Teori Legitimasi (*Legitimation Theory*)

Teori Legitimasi menegaskan bahwa perusahaan terus berupaya untuk memastikan bahwa mereka beroperasi dalam bingkai dan norma yang ada dalam masyarakat atau lingkungan dimana perusahaan berada, dimana mereka berusaha untuk memastikan bahwa aktifitas mereka (perusahaan) diterima oleh pihak luar sebagai suatu yang “sah” (Deegan, C., Rankin, M., & Tobin, 2002). Perusahaan yang melakukan pengungkapan sosial, maka perusahaan merasa keberadaan dan aktivitasnya akan mendapatkan pengakuan di masyarakat atau lingkungan sekitar perusahaan beroperasi atau dapat dikatakan perusahaan tersebut terlegitimasi. Legitimasi merupakan sistem pengelolaan perusahaan yang berorientasi terhadap keberpihakan masyarakat (*society*), pemerintah, individu dan kelompok tertentu itu sendiri. Oleh karena itu, sebagai suatu sistem yang mengedepankan keberpihakan kepada

masyarakat, operasi perusahaan harus kongruen dengan apa yang diharapkan oleh masyarakat.

Teori Agensi (*Agency Theory*)

Teori keagenan (*Agency theory*) merupakan suatu basis teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang dipakai selama ini. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (*principal*) yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (agensi) yaitu manajer, dalam bentuk kontrak kerja sama. Teori keagenan menggunakan tiga asumsi sifat dasar manusia, yaitu sebagai berikut: (1) Manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*); (2) Manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*); dan (3) Manusia selalu menghindari risiko (*risk averse*). Dalam manajemen keuangan, hubungan keagenan utama terjadi antara (1) Pemegang Saham versus Manajer atau (2) Pemegang Saham (Melalui Manajer) versus Kreditor. Manajer dituntut memberikan kinerja keuangan yang baik sebagai pertanggungjawaban kepada para *principal*.

Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan entitas bisnis menurut (Irawati, 2005) dapat diukur menggunakan angka-angka rasio yakni: rasio profitabilitas, rasio solvabilitas, rasio likuiditas, dan rasio aktivitas.

Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas atau yang sering disebut juga dengan rasio rentabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam mendapatkan laba. Perhatian ditekankan pada rasio ini karena hal ini berkaitan erat dengan kelangsungan hidup perusahaan. Rasio profitabilitas dapat diukur menggunakan *Return on Assets* (ROA) yang merupakan rentabilitas ekonomis, yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan semua aktiva yang dimiliki perusahaan. Dalam hal ini laba yang dihasilkan adalah laba sebelum bunga dan pajak atau EBIT (Sutrisno, 2012).

Rasio Solvabilitas

Rasio solvabilitas atau *Debt to Asset Ratio* (DAR) menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi segala kewajibannya baik jangka pendek maupun jangka panjang apabila perusahaan dilikuidasi. Perusahaan yang mempunyai aktiva/kekayaan yang cukup untuk membayar semua hutang-hutangnya disebut perusahaan yang *solvable*, sedang yang tidak disebut *insolvable*. Rasio yang biasa disebut dengan rasio hutang (*debt ratio*) ini mengukur persentase besarnya dana yang berasal dari hutang. Kreditor lebih menyukai *debt ratio* yang rendah sebab tingkat keamanan dananya menjadi semakin baik (Sutrisno, 2012).

Good Corporate Governance (GCG)

Corporate Governance menurut *Forum for Corporate Governance* (FCGI) yang menggunakan definisi *Cadbury Committee*, yaitu: "Seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditor, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan." Disamping itu FCGI juga

menjelaskan bahwa tujuan dari *corporate governance* itu sendiri adalah "untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*).” Lima prinsip utama dari *good corporate governance* yang menjadi indikatornya sendiri, sebagaimana yang ditawarkan oleh *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) (Wardhani, 2008) adalah (1) *Fairness* (Keadilan); (2) *Disclosure/Transparency* (Keterbukaan/Transparansi); (3) *Accountability* (Akuntabilitas); (4) *Responsibility* (Responsibilitas); dan (5) *Independency* (Independensi).

Corporate Social Responsibility (CSR)

Menurut (Griffin, Ricky.W, 2007) tanggung jawab sosial (CSR) adalah sebuah konsep yang berupaya menyeimbangkan komitmen bisnis dengan lingkungan sosialnya. *The World Business Council for Sustainable Development* (WBCSD) mendefinisikan CSR: “*Continuing commitment by business to behave ethically and contributed to economic development while improving the quality of life of the workforce and their families as well as of the local community and society at large*” (Hadi, 2011) konsep tersebut menyatakan jika perusahaan ingin *sustain* (bertahan) maka perlu memperhatikan 3P, yaitu bukan cuma *profit* yang diburu, namun juga harus memberikan kontribusi positif kepada masyarakat (*people*) dan ikut aktif dalam menjaga kelestarian lingkungan (*planet*). Konsep *Triple Bottom Line* tersebut merupakan kelanjutan dari konsep *sustainable development* yang secara eksplisit telah mengaitkan antara dimensi tujuan dan tanggung jawab, baik kepada *shareholder* maupun *stakeholder*. Konsep *triple bottom line* sepertinya cukup direspon oleh banyak kalangan karena mengandung strategi yang memadukan antara *social motive* dan *economic motive*. Program CSR juga harus diungkapkan kepada setiap *stakeholder* agar tujuan dan sasaran dari program CSR tersebut dapat dimengerti dan bermanfaat bagi setiap *stakeholder*.

Investment Opportunity Set (IOS)

Pada umumnya para pelaku pasar yang melakukan investasi terhadap suatu bisnis dalam jangka panjang akan berfokus pada peluang investasi sebagai harapan terhadap adanya pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Peluang pertumbuhan perusahaan sendiri menurut (Smith, C., W & Watss, R., 1992) terlihat pada kesempatan investasi yang diproduksi dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi atau lebih dikenal dengan sebutan *investment opportunity set* (IOS). *Assets in place* yang dinilai secara independen dari kesempatan investasi perusahaan di masa mendatang dan pilihan pertumbuhan yang dinilai atas dasar keputusan investasi *discretionary* perusahaan di masa mendatang dengan NPV positif.

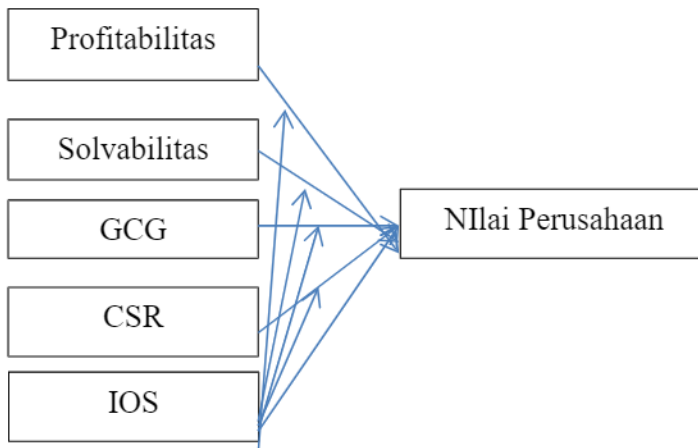
Menurut (Gunawan, Y., & Mayangsari, 2015) IOS berdasar harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga saham. Mereka menyebutkan bahwa *investment opportunity set* yang berdasarkan harga saham lebih baik dapat diukur menggunakan *market value to book value of equity*.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar, karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Menurut (Retno, R., D, & Priantinah,

2012) nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen *asset*.

Sesuai dengan tujuan penelitian, maka kerangka konseptual penelitian disampaikan pada Gambar 1.



Sumber: data diolah

Gambar 1
Kerangka Konseptual Penelitian

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Para investor melakukan tinjauan suatu perusahaan dengan melihat rasio keuangan sebagai alat evaluasi investasi, karena rasio keuangan mencerminkan tinggi rendahnya kinerja perusahaan. Jika investor ingin melihat seberapa besar perusahaan menghasilkan *return* atas investasi yang akan mereka tanamkan, yang akan dilihat pertama kali adalah rasio profitabilitas yang dapat diukur dengan *Return on Assets* (ROA). Semakin tinggi nilai ROA maka akan semakin tinggi pula nilai perusahaan tersebut. Hasil penelitian yang dilakukan oleh (Ulupui, 2007) yang menyatakan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian keterkaitan antara ROA dengan nilai perusahaan dapat dirumuskan melalui hipotesis sebagai berikut:

H1: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Solvabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Solvabilitas yang dapat diukur dengan *Debt to Assets Ratio* (DAR) merupakan ukuran yang dipakai dalam menganalisis laporan keuangan untuk memperlihatkan besarnya jaminan yang tersedia untuk kreditor. Menurut (Sartono, 2010) semakin tinggi *Debt to Assets Ratio* maka semakin besar resiko yang dihadapi, dan investor akan meminta tingkat keuntungan yang semakin tinggi. Rasio DAR yang tinggi menunjukkan proporsi modal sendiri yang rendah untuk membiayai aktiva. Hasil penelitian (Hendri, 2015) yang memaparkan bahwa DAR berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi DAR suatu

perusahaan, maka harga saham perusahaan tersebut akan semakin tinggi. Dengan demikian keterkaitan antara DAR dengan nilai perusahaan dapat dirumuskan melalui hipotesis sebagai berikut:

H2: Solvabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh *Good Corporate Governance* Terhadap Nilai Perusahaan

Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) atau penerapan tata kelola perusahaan dapat dinilai menggunakan Indeks dari *Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) berdasarkan proksi *ASEAN Corporate Governance Scorecard*. Pengungkapan GCG merupakan cermin apakah perusahaan telah melakukan praktik tata kelola yang baik atau belum. Investor akan lebih memilih perusahaan dengan tata kelola yang baik dibandingkan yang buruk. Hal ini menunjukkan bahwa investor bersedia memberikan premium lebih kepada perusahaan yang memberikan transparansi atas pelaksanaan GCG dalam laporan tahunan mereka. Penelitian (Nofitasari, 2015) memberikan hasil bahwa *Good Corporate Governance* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Keterkaitan antara GCG dengan nilai perusahaan dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3: *Good Corporate Governance* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh *Corporate Social Responsibility* (CSR) Terhadap Nilai Perusahaan

Dalam menentukan nilai sebuah perusahaan, para *stakeholder* akan melihat dari program CSR yang dilakukan oleh sebuah perusahaan. Hal ini dikarenakan *stakeholder* akan lebih memilih untuk berinvestasi dengan perusahaan yang telah melakukan tanggung jawab sosial yang baik. Pengungkapan CSR yang dibuat perusahaan juga cenderung semakin luas. Semakin tinggi tingkat implementasi CSR, semakin tinggi nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan tingginya harga saham perusahaan. Hasil penelitian (Gunawan, Y., & Mayangsari, 2015) menunjukkan bahwa *Corporate Social Responsibility* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Oleh karena itu dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4: *Corporate Social Responsibility* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Nilai Perusahaan

Investment opportunity set (IOS) merupakan suatu faktor yang sangat penting, karena IOS merupakan cermin apakah perusahaan tersebut memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan bagi investor atau tidak. Secara umum dapat dikatakan bahwa IOS menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. Semakin tinggi nilai IOS semakin tinggi nilai perusahaan. Penelitian (Hidayah, 2015) menunjukkan bahwa IOS berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5: *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

IOS Memoderasi Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Secara umum dapat dikatakan bahwa 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. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan semua aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Kedua aspek tersebut memiliki hal yang dapat menilai seberapa baik ataupun seberapa buruk nilai suatu perusahaan.

Berdasarkan hal tersebut, maka dapat dugaan adalah IOS memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H6: IOS memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan

IOS Memoderasi Pengaruh Solvabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Solvabilitas mengukur prosentase besarnya dana yang berasal dari hutang. Hutang yang dimaksud adalah semua hutang yang dimiliki oleh perusahaan baik yang berjangka pendek maupun yang berjangka panjang. Kreditor lebih menyukai *debt ratio* yang rendah sebab tingkat keamanan dananya menjadi semakin baik (Sutrisno, 2012). Keputusan investasi akan menentukan *Investment Opportunity Set* (IOS), yaitu pilihan kesempatan investasi masa depan yang dapat mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau proyek yang memiliki *net present value* positif. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat dugaan adalah IOS memoderasi pengaruh solvabilitas terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H7: IOS memperkuat pengaruh solvabilitas terhadap nilai perusahaan

IOS Memoderasi Pengaruh GCG Terhadap Nilai Perusahaan

Implementasi tata kelola perusahaan menunjukkan kualitas dari *Corporate Governance Policy* atau *Soft Structure* GCG yang meliputi bagaimana perusahaan memperhatikan hak pemegang saham mayoritas, perlindungan terhadap pemegang saham minoritas, akuntabilitas dari Dewan Komisaris dan Direksi sebuah perusahaan, bagaimana pengungkapan keterbukaan informasi perusahaan, penanganan benturan kepentingan, hingga kepada mekanisme pengendalian internal sebuah perusahaan yang meliputi audit internal, audit eksternal dan manajemen risiko. Sementara itu, keputusan investasi akan menentukan *Investment Opportunity Set* (IOS), yaitu pilihan kesempatan investasi masa depan yang memiliki *net present value* positif. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat dugaan adalah IOS memoderasi pengaruh GCG terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H8: IOS memperkuat pengaruh GCG terhadap nilai perusahaan

IOS Memoderasi Pengaruh CSR Terhadap Nilai Perusahaan

Secara umum, semakin tinggi angka rasio MVE/BVE semakin tinggi pula nilai perusahaan. Oleh karena itu, pengungkapan CSR memiliki peranan penting dalam meningkatkan nilai perusahaan dengan didorong tingginya set kesempatan investasi dalam suatu perusahaan. Semakin tinggi tingkat peluang investasi akan memperkuat penerapan tanggung jawab sosial yang baik oleh perusahaan yang ditunjukkan dengan tingginya harga saham perusahaan. Penelitian (Gunawan, Y., & Mayangsari, 2015) menunjukkan bahwa set kesempatan investasi secara signifikan memoderasi hubungan antara *sustainability* dan nilai perusahaan. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H9: IOS memperkuat pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian uji hipotesis. Data yang digunakan merupakan data sekunder, dengan populasi adalah perusahaan manufaktur sektor industri dasar dan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2013-2015. Satu sektor dipilih agar data lebih *homogen*. Variabel dalam penelitian ini terdiri dari tiga jenis diantaranya nilai perusahaan sebagai variabel dependen, Kinerja Keuangan, GCG, dan CSR sebagai variabel independen, dan IOS sebagai variabel moderasi. Pengukuran Kinerja Keuangan menggunakan profitabilitas yang diukur dengan *return on asset* (ROA) dan solvabilitas yang diukur dengan *debt to assets ratio* (DAR).

Pengukuran Variabel Penelitian

1. **Profitabilitas** adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba atau profit yang diukur menggunakan ROA dengan rumus:

$$ROA = \frac{EBIT}{Total\ Assets} \times 100\%$$

2. **Solvabilitas** adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan membayar hutang nya yang diukur menggunakan DAR dengan rumus:

$$DAR = \frac{Total\ Debt}{Total\ Assets} \times 100\%$$

3. **Good Corporate Governance** adalah mekanisme yang mengatur pengelolaan perusahaan agar berkesinambungan. Pengukuran penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) menggunakan Indeks IICG berdasarkan proksi *ASEAN Corporate Governance Scorecard* yang terdiri dari total 179 item pengungkapan (jika diungkapkan diberi skor 1 dan 0 jika tidak).

4. **Corporate Social Responsibility**. Perhitungan *Index* Luas Pengungkapan CSR (CSRI) GRI G3 dirumuskan sebagai berikut:

$$CSRI = \frac{Total\ item\ disclosed}{79}$$

5. **Nilai Perusahaan**. Pengukuran nilai perusahaan menggunakan rasio *Tobin's Q* dengan rumus:

$$Q = \frac{(MVE + DEBT)}{TA}$$

Keterangan:

- Q : Nilai perusahaan
MVE : Nilai pasar ekuitas ($EMV = closing\ price \times outstanding\ shares$)
DEBT : Nilai buku Total utang
TA : Nilai buku total aktiva

6. *Investment opportunity set (IOS)* adalah suatu kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi, yang diukur menggunakan *market value to book value of equity* (MVE/BVE) diformulasikan sebagai berikut:

$$MVE/BVE = \frac{\text{Total outstanding shares} \times \text{closing price}}{\text{Total Equity}}$$

Metode Pengambilan Sampel

Data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari laporan keuangan dan laporan berkelanjutan (*sustainability report*) perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling method* yang dipilih berdasarkan kriteria-kriteria berikut ini:

1. Perusahaan manufaktur sektor industri dasar dan kimia di BEI periode 2013 - 2015.
2. Mempublikasikan Laporan Keuangan auditan dan Laporan Tahunan yang mengungkapkan program CSR secara lengkap.
3. Memiliki nilai kinerja keuangan (ROA dan DAR) positif.
4. Data untuk mengukur kinerja keuangan, GCG, CSR, nilai perusahaan, dan Set Kesempatan Investasi (IOS) tersedia lengkap.

Metode Analisis Data

Pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi berganda dengan variabel moderasi. Persamaan regresinya sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 IOS + \beta_6 X_1 * IOS + \beta_7 X_2 * IOS + \beta_8 X_3 * IOS + \beta_9 X_4 * IOS + e$$

Keterangan:

- Y = Nilai Perusahaan (Tobin's Q)
 α = Konstanta
 β_1 - β_9 = Koefisien Regresi pada tiap variabel
 X_1 = *Return on Asset* (ROA)
 X_2 = *Debt to Asset Ratio* (DAR)
 X_3 = *Good Corporate Governance* (GCG)
 X_4 = *Corporate Social Responsibility* (CSR)
 IOS = *Investment Opportunity Set*
 e = *Error term*

Sebelum melakukan uji hipotesis, dilakukan uji normalitas dan uji asumsi klasik meliputi: uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Kemudian dilakukan uji koefisien determinasi (R Square) dan uji F dengan $\alpha=5\%$. Uji hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t dengan $\alpha=5\%$.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Deskripsi pengambilan sampel penelitian sebagai berikut:

Tabel 1
Tabel Pengambilan Sampel

No.	Kriteria Sampel	Jumlah
1.	Perusahaan manufaktur sektor industri dasar dan kimia yang terdaftar di BEI periode 2013 – 2015	66
2.	Tidak mempublikasikan Laporan Keuangan auditan dan Laporan Tahunan yang mengungkapkan program CSR secara lengkap	(5)
3.	Tidak memiliki nilai ROA dan DAR positif	(25)
4.	Data yang tersedia tidak lengkap	(5)
	Jumlah Sampel Penelitian	31

Hasil pemilihan sampel dengan metode *purposive sampling* selama periode pengamatan tahun 2013-2015 diperoleh sebanyak 31 perusahaan sampel dengan 93 amatan (3 x 31).

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian sebagai berikut:

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
tobin's q	93	.0065	3.3176	.474773	.4802440
Roa	93	.0003	.7484	.083277	.0998495
Dar	93	.0700	.9200	.421828	.2018175
Gcg	93	.2600	.7900	.513763	.1283077
Csr	93	.1970	.8460	.486376	.1718631
Ios	93	.0001	6.9641	.476182	1.0449313

Nilai standar deviasi masing-masing variabel penelitian mendekati nilai rata-rata yang mengandung arti bahwa data bersifat homogen, kecuali standar deviasi IOS. Nilai rata-rata dari setiap variabel pada perusahaan sampel menunjukkan angka dibawah 0 maka dapat disimpulkan bawa kinerja perusahaan yang terdiri dari ROA, DAR, GCG, CSR, dan IOS kurang baik.

Uji Normalitas

Hasil uji normalitas dengan menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Test* sebagai berikut:

Tabel 3
Hasil Uji Normalitas berdasarkan Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		93
Normal Parameters ^{a, b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.16397120
Most Extreme Differences	Absolute	.056
	Positive	.056
	Negative	-.049
Test Statistic		.056
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200

Nilai signifikansi adalah 0,20 lebih besar dari $\alpha = 0,05$, dengan demikian asumsi normalitas terpenuhi sehingga pengujian dapat dilanjutkan.

Uji Asumsi Klasik

Hasil uji multikolinearitas terdapat beberapa variabel yang multikol, yaitu: IOS, IOS*DAR, IOS*GCG, dan IOS*CSR. Hal ini dapat diabaikan karena penggunaan variabel moderasi dan pengujian yang dilakukan adalah uji pengaruh (Sujarweni, 2014) Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi dilakukan dengan uji Durbin-Watson (DW-Test). Nilai DW-stat sebesar 2.100, berarti berada pada *area* yang tidak ada *auto*. Oleh karena itu dapat disimpulkan model dalam penelitian ini terbebas dari penyakit autokorelasi. Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan *Gletsjer Test*. Hasil yang diperoleh menunjukkan semua variabel memiliki nilai sig > 0,05, hal ini menunjukkan model tidak terdapat heteroskedastisitas.

Uji Koefisien Determinasi (R^2) dan Uji F

Nilai Adj R-squared sebesar 0,871 yang artinya variasi variabel independen mampu menjelaskan variasi dari variabel dependen sebesar 87.1% dan sisanya sebesar 12.9% dijelaskan variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Hasil uji F menunjukkan nilai sig $0.000 < 0.05$ H_0 ditolak (H_a diterima). Hal ini menunjukkan bahwa semua variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen.

Hasil Uji t

Hasil uji t dapat dilihat pada table di bawah ini:

Tabel 4
Hasil Uji Statistik t

Variabel	B	t	Sig. (1-tail)	Keputusan
Roa	-.025	-.107	.915	H ₁ Ditolak
Dar	.232	2.198	.031	H ₂ Diterima
Gcg	.129	.739	.462	H ₃ Ditolak
Csr	-.173	-1.422	.159	H ₄ Ditolak
Ios	.472	2.351	.021	H ₅ Diterima
Iosroa	.749	1.396	.166	H ₆ Ditolak
Iosdar	-.061	-.209	.835	H ₇ Ditolak
Iosgcg	-.202	-1.308	.194	H ₈ Ditolak
Ioscsr	.087	.583	.561	H ₉ Ditolak

Model persamaan regresi yang dihasilkan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + -0.025X_1 + 0.232X_2 + 0.129X_3 + -0.173X_4 + 0.472IOS + 0.749X_1 * IOS + -0.061X_2 * IOS + -0.202X_3 * IOS + 0.087X_4 * IOS + e$$

Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hasil koefisien regresi menunjukkan besarnya pengaruh ROA terhadap Nilai Perusahaan adalah sebesar -0.025 artinya jika ROA meningkat 1% maka Nilai Perusahaan akan menurun sebesar 0.025. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi dari ROA sebesar $0.915 > 0.05$ maka hipotesis ditolak, sehingga disimpulkan tidak terdapat pengaruh profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan.

Penelitian ini selaras dengan hasil penelitian (S. Hermawan & Nurul, 2014) yang menyatakan bahwa ROA tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan, namun tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Ulupui, 2007) yang menyatakan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Solvabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hasil koefisien regresi menunjukkan besarnya pengaruh DAR terhadap Nilai Perusahaan adalah sebesar 0.232 artinya jika DAR meningkat 1% maka Nilai Perusahaan akan meningkat sebesar 0.232. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi dari DAR sebesar $0.031 < 0.05$ maka hipotesis diterima, sehingga disimpulkan terdapat pengaruh positif solvabilitas terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian ini selaras dengan hasil penelitian (Hendri, 2015) yang memaparkan bahwa DAR berpengaruh secara signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Good Corporate Governance berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hasil koefisien regresi menunjukkan besarnya pengaruh GCG terhadap Nilai Perusahaan adalah sebesar 0.129 artinya jika GCG meningkat 1% maka Nilai Perusahaan akan meningkat sebesar 0.129. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi dari GCG sebesar $0.462 > 0.05$ maka hipotesis ditolak, sehingga disimpulkan tidak terdapat pengaruh GCG terhadap Nilai Perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian (Nofitasari, 2015) yang menyimpulkan bahwa *Good Corporate Governance* tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.

Corporate Social Responsibility berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hasil koefisien regresi menunjukkan besarnya pengaruh CSR terhadap Nilai Perusahaan adalah sebesar -0.173 artinya jika CSR meningkat 1% maka Nilai Perusahaan akan menurun sebesar 0.173. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi dari CSR sebesar $0.159 > 0.05$ maka hipotesis ditolak, sehingga disimpulkan tidak terdapat pengaruh CSR terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian ini selaras dengan (Gunawan, Y., & Mayangsari, 2015) yang menunjukkan bahwa *Corporate Social Responsibility* tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.

Investment Opportunity Set berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hasil koefisien regresi menunjukkan besarnya pengaruh IOS terhadap Nilai Perusahaan adalah sebesar 0.472 artinya jika IOS meningkat 1% maka Nilai Perusahaan akan meningkat sebesar 0.472. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi dari IOS sebesar $0.021 < 0.05$ maka hipotesis diterima, sehingga disimpulkan terdapat pengaruh positif IOS terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian ini selaras dengan penelitian (Hidayah, 2015) dan (Shintawati, 2011) yang menunjukkan bahwa IOS berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

IOS memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan

Hasil pengujian diperoleh koefisien regresi IOS berinteraksi dengan ROA sebesar 0.749 yang artinya IOS berinteraksi dengan ROA berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan. Naiknya ROA yang dimoderasi oleh IOS sebanyak 1% akan menaikkan Nilai perusahaan sebesar 0.749 (74.9%) atau sebaliknya, dengan nilai signifikansi sebesar $0.166 > 0.05$ maka hipotesis ditolak, sehingga tidak terbukti bahwa IOS memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. Hal tersebut sesuai

dengan teori (Mueller, 1986) yang menyatakan ketidakberhasilan IOS disebabkan karena perusahaan besar cenderung mendominasi posisi pasar dalam industrinya sehingga seringkali perusahaan besar lebih memiliki keunggulan kompetitif dalam mengeksplorasi kesempatan investasi.

IOS memperkuat pengaruh solvabilitas terhadap nilai perusahaan

Hasil pengujian diperoleh koefisien IOS berinteraksi dengan DAR sebesar -0.061 yang artinya IOS berinteraksi dengan DAR berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan. Naiknya DAR yang dimoderasi oleh IOS sebanyak 1% akan menurunkan Nilai perusahaan sebesar -0.061 (-6.1%) atau sebaliknya, dengan nilai signifikansi sebesar $0.835 > 0.05$ maka hipotesis ditolak, sehingga tidak terbukti bahwa IOS memperkuat pengaruh solvabilitas terhadap Nilai Perusahaan.

IOS memperkuat pengaruh GCG terhadap nilai perusahaan

Hasil pengujian diperoleh koefisien IOS berinteraksi dengan GCG sebesar -0.202 yang artinya IOS berinteraksi dengan GCG berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan. Naiknya GCG yang dimoderasi oleh IOS sebanyak 1% akan menurunkan Nilai perusahaan sebesar -0.202 (-20.2%) atau sebaliknya. Dengan nilai signifikansi sebesar $0.194 > 0.05$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak sehingga secara statistik tidak terbukti bahwa IOS memperkuat pengaruh GCG terhadap Nilai Perusahaan.

IOS memperkuat pengaruh CSR terhadap nilai perusahaan

Hasil pengujian diperoleh koefisien IOS berinteraksi dengan CSR sebesar 0.087 yang artinya IOS berinteraksi dengan CSR berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan. Naiknya CSR yang dimoderasi oleh IOS sebanyak 1% akan menaikkan Nilai perusahaan pula sebesar 0.087 (8.7%) atau sebaliknya, dengan nilai signifikansi sebesar $0.561 > 0.05$ maka hipotesis ditolak, sehingga tidak terbukti bahwa IOS memperkuat pengaruh CSR terhadap Nilai Perusahaan.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dan pembahasannya, maka dapat disimpulkan Hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan dapat meningkat karena kinerja Solvabilitas dan *Investment Opportunity Set* (IOS), namun nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh kinerja Profitabilitas, *Good Corporate Governance* (GCG), dan *Corporate Social Responsibility* (CSR). Dan IOS tidak dapat menjadi variabel yang memoderasi.

Keterbatasan

Keterbatasan penelitian ini antara lain: (1) hanya menggunakan sampel perusahaan yang bergerak di industri dasar dan kimia, (2) hanya menggunakan 3 periode yaitu tahun 2013-2015, (3) IOS tidak berhasil memperkuat pengaruh profitabilitas, solvabilitas, GCG, dan CSR karena jumlah sampel yang sedikit (93 amatan).

Saran Untuk Penelitian Selanjutnya

Saran yang dapat diberikan untuk penelitian selanjutnya yaitu: (1) menggunakan sampel perusahaan yang bergerak di industri dasar dan kimia, (2) menggunakan 3 periode, (3) perbanyak jumlah sampel.

DAFTAR PUSTAKA

- Adhima, M., & Hariadi, B. (2012). Pengaruh pengungkapan sustainability report terhadap profitabilitas perusahaan studi kasus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam bursa efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*, 1(1).
- Deegan, C., Rankin, M., & Tobin, J. (2002). An Examination of the Corporate Social and Environmental Disclosures of BHP from 1983-1997: A test of Legitimacy Theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 312–343.
- Freeman, R., E., & Reed, D., L. (1986). Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, XXV(3), 88–106.
- Ghozali, I., & Chariri, A. (2007). *Teori Akuntansi*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Griffin, Ricky.W, E. J. R. (2007). *Bisnis*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Gunawan, Y., & Mayangsari, S. (2015). Pengaruh Sustainability Reporting terhadap Nilai Perusahaan dengan Investment Opportunity Set sebagai Variabel Moderating. *E-Journal Akuntansi Trisakti*, 2(1), 1–12.
- Hadi, N. (2011). *Corporate Social Responsibility*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Hendri, E. (2015). Pengaruh Debt To Asset Ratio (DAR), Long Term Debt To Equity Ratio (LTDER) dan Net Profit Margin (NPM) terhadap Harga Saham pada Perusahaan Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Media Wahana Ekonomika*, 12(2).
- Hermawan, S., & Nurul, A. (2014). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility Sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 6(2), 103–118.
- Hermawan, Sigit, & Maf'ulah, A. N. (2014). Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 6(2), 103–118.
- Hidayah, N. (2015). Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Property dan Real Estat di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, XIX(3), 420–432. <https://doi.org/10.24912/ja.v19i3.89>
- Irawati. (2005). *Manajemen Keuangan*. Bandung: Penerbit Pustaka.
- Mueller. (1986). No Title. *Journal of Management and Sustainability*.
- Nofitasari, N. (2015). *Pengaruh Good Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan*. Universitas Brawijaya Malang.
- Retno, R., D., & Priantinah, D. (2012). Pengaruh Good Corporate Governance dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2010). *Jurnal Nominal*, I(1), 84–103.
- Sartono, R. A. (2010). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Buku 1* (Edisi keem). Yogyakarta: BPFE.

- Shintawati, V. (2011). *Pengaruh Board Diversity, Investment Opportunity Set (IOS), dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008*. Universitas Sebelas Maret.
- Smith, C., W & Watss, R., L. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 32, 263–292. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90029-W](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W)
- Sujarweni. (2014). *Metodologi Penelitian*. Jakarta: Pustaka Baru Press.
- Sutrisno. (2012). *Manajemen Keuangan Teori, Konsep, dan Aplikasi* (Edisi Kede). Yogyakarta: Ekonisia.
- Ulupui. (2007). *Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Aktivitas, dan Profitabilitas terhadap Return Saham (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman dengan Kategori Industri Barang Konsumsi di BEJ)*. Universitas Udayana.
- Wardhani, R. (2008). Tingkat Konservatisme Akuntansi di Indonesia dan Hubungannya dengan Karakteristik Dewan sebagai salah satu Mekanisme Corporate Governance. In *Simposium Nasional Akuntansi XI* (pp. 1–26).