

**PENGARUH KEPUTUSAN INVESTASI DAN KEADAAN PASAR MODAL
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN YANG DIMEDIASI OLEH RISIKO
PERUSAHAAN MANUFAKTUR SEKTOR ANEKA INDUSTRI YANG
TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2008-2012**

Edy Yanto

Yulia Efni

Ahmad Fauzan Fathoni

Fakultas Ekonomi Universitas Riau

ABSTRACT

The aim of this research is to test the direct and indirect effect of investment decision and capital market condition toward firm value in mediated by risk of manufacture companies of miscellaneous industry sectors listed in Indonesian Stock Exchange period 2008-2012.

The population of the research is 54 companies. The sampling technique used purposive sampling, which obtained 21 samples of firm that fitted the sample criteria by N of data as much as 105. Data analysis used descriptive analysis and path analysis.

Path Analysis results, investment decision and capital market condition had a significant influence directly toward firm value. Meanwhile investment decision directly had a significant influence toward business risk while capital market condition had no significant influence toward business risk. Business risk itself had no significant influence toward firm value, it meant that business risk could not able to mediate the influence of investment decision and capital market condition toward firm value.

Keyword: *investment decision, capital market condition, business risk, Tobin's Q, path analysis*

PENDAHULUAN

Ketatnya persaingan di dunia bisnis pada era globalisasi ini, diharapkan setiap perusahaan mampu mempertahankan kelangsungan hidupnya dengan selalu melakukan inovasi, meningkatkan kualitas produk, dan memenuhi permintaan atau kebutuhan pelanggan. Hal ini

perlu dilakukan agar perusahaan dapat tetap bersaing dan mendapatkan keuntungan yang maksimal. Untuk mencapai tujuan ini, perusahaan perlu merancang rencana bisnis baik untuk rencana jangka panjang maupun jangka pendek.

Perusahaan manufaktur sektor aneka industri merupakan perusahaan

yang dalam jangka panjang akan tumbuh sejalan dengan pertumbuhan ekonomi. Saham perusahaan sektor aneka industri ini juga merupakan investasi saham yang berisiko tinggi karena sifatnya sangat peka dan rentan terhadap perubahan-perubahan yang terjadi baik pada bidang politik, ekonomi, moneter, undang-undang atau peraturan, maupun perubahan yang terjadi pada kelompok industri dan perusahaan itu sendiri. Oleh karenanya, investasi pada sektor ini tidak lepas dari adanya risiko sistematis atau pasar.

Berinvestasi pada sektor aneka industri harus mempertimbangkan dua hal yaitu pendapatan yang di terima (*return*) dari hasil investasi dan resiko yang di tanggung akibat berinvestasi pada sektor tersebut. Investor mengharapkan *return* yang lebih tinggi dari investasi yang di lakukannya di bandingkan risiko yang akan di tanggungnya. Return yang tinggi berdampak pada kinerja perusahaan sehingga mempengaruhi harga saham perusahaan. Harga saham ini mencerminkan nilai perusahaan sebagaimana yang di jelaskan Van Horne (2001) bahwa nilai perusahaan tercermin dari harga pasar saham perusahaan. Sedangkan menurut *Stakeholder Theory* memaksimalkan nilai perusahaan merupakan *trade off* dari nilai maksimum perusahaan yang di terima *stakeholder* dalam jangka panjang (Jensen, 2001).

Keputusan untuk melakukan investasi secara teoritis di pengaruhi oleh: (i) besarnya *cashflow* yang di miliki oleh perusahaan serta (ii) sang agen (manajer). Karenanya kombinasi yang mungkin terjadi adalah: (a) tersedianya *cashflow* dan sang agen

memamfaatkannya sehingga melakukan investasi yang tidak optimal, (b) tersedia *cashflow* dan sang agen memamfaatkannya sehingga melakukan investasi yang optimal. Kombinasi (a) mengikuti hipotesis *free cashflow* (FCF) sedangkan kombinasi (b) mengikuti hipotesis *pecking order* (POH). (Voght dalam Dr. Said Kelana Asnawi, 2005)

Keputusan investasi merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, dimana keputusan investasi menyangkut keputusan tentang pengalokasian dana baik yang berasal dari dalam perusahaan maupun berasal dari luar perusahaan dalam berbagai bentuk investasi, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Tujuan keputusan investasi perusahaan adalah memaksimalkan *Net Present Value* (NPV) karena NPV yang positif akan meningkatkan kekayaan riil dimana kekayaan riil ini sudah memperhatikan nilai waktu uang (Husnan, 2000). Artinya kekayaan perusahaan dapat di tingkatkan jika keputusan investasi dapat menghasilkan NPV positif dan berdampak terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan teori, ketiga keputusan keuangan mempengaruhi nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung. Setiap keputusan yang di ambil oleh perusahaan berdampak pada resiko yang selanjutnya mempengaruhi nilai perusahaan. Keputusan untuk melakukan *Right issue* juga akan berdampak pada resiko yang pada selanjutnya akan mempengaruhi nilai perusahaan yang dilihat dari nilai pasar saham itu sendiri. Keadaan pasar modal yang sedang bergairah (*bullish*

market) akan lebih meyakinkan emiten untuk melakukan *Right Issue*.

Risiko dan *return* adalah sepasang kata abadi dalam keuangan. Demikian juga halnya dalam aspek bisnis. Namun, risiko tidak pula diartikan sebagai suatu yang mesti diambil. Risiko dalam keuangan hanyalah merupakan ‘peluang’ kegagalan, di mana peluang inilah yang di estimasi. Jadi risiko bukan suatu yang pasti namun lebih merupakan estimasi.

Resiko sendiri merupakan penyimpangan hasil (*return*) yang diperoleh dari rencana hasil (*return*) yang diharapkan. Tidak tercapainya hasil yang di harapkan berarti terjadi penyimpangan hasil yang di peroleh di bandingkan dengan hasil yang direncanakan. Risiko ini terjadi karena keadaan waktu datang penuh dengan ketidakpastian (*uncertainty*). Besarnya tingkat resiko yang dimasukkan dalam penilaian investasi mempengaruhi besarnya hasil yang diharapkan oleh pemodal. Resiko dalam perusahaan tidak dapat dihindari tetapi dapat dikelola agar resiko tersebut sekecil mungkin mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian latar belakang tersebut dapat dirumuskan menjadi pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah *Keputusan Investasi* berpengaruh signifikan terhadap *Risiko Perusahaan*?
2. Apakah *Keputusan Investasi* berpengaruh signifikan terhadap *Nilai Perusahaan*?
3. Apakah *Resiko Pasar* mampu memediasi pengaruh *Keputusan Investasi* terhadap *Nilai Perusahaan*?

4. Apakah *Keadaan Pasar Modal* berpengaruh signifikan terhadap *Risiko Perusahaan*?
5. Apakah *Keadaan Pasar Modal* berpengaruh signifikan terhadap *Nilai Perusahaan*?
6. Apakah *Resiko Pasar* mampu memediasi pengaruh *Keadaan Pasar Modal* terhadap *Nilai Perusahaan*?
7. Apakah *Resiko Pasar* berpengaruh pada *Nilai Perusahaan*?

KAJIAN PUSTAKA

NILAI PERUSAHAAN

Nilai perusahaan adalah *present value* dari *cash flow* yang diharapkan dan *discount rate* pengembalian yang mencerminkan baik risiko perusahaan dan pendanaan campuran yang digunakan. Tujuan manajemen keuangan adalah memaksimumkan nilai perusahaan dimana nilai perusahaan terdiri dari nilai hutang dan nilai saham sering disebut dalam analisis memaksimumkan kemakmuran pemegang saham. Memaksimumkan kemakmuran pemegang saham dengan nilai konstan maka nilai perusahaan meningkat (Hanafi, 2005).

Berkaitan dengan tujuan perusahaan ada beberapa pendapat: 1. Tujuan perusahaan adalah memaksimumkan laba; 2. Memakmurkan pemegang saham; 3. Memaksimumkan nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham. Tujuan perusahaan memaksimumkan laba adalah didasarkan konsep bahwa perusahaan harus melakukan kegiatan secara efektif dan efisien. Konsep laba merupakan konsep yang menghubungkan pendapatan yang

diperoleh dengan biaya yang ditanggung perusahaan. Sedangkan tujuan perusahaan memakmurkan pemegang saham dilandasi dengan konsep kemampuan memperoleh laba maksimal yang dihubungkan dengan tujuan seseorang berinvestasi yaitu untuk mendapatkan deviden yang tinggi. Tujuan perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dihubungkan dengan konsep bahwa nilai perusahaan dapat menunjukkan nilai asset yang dimiliki perusahaan seperti surat berharga. Saham merupakan salah satu surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan dimana tinggi rendahnya harga saham banyak dipengaruhi oleh kondisi emiten. Salah satu faktor yang mempengaruhi perusahaan membayar deviden erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memperoleh laba yang besar maka kemampuan membayar deviden juga besar akibatnya akan meningkat nilai perusahaan.

KONSEP KEPUTUSAN INVESTASI

Keputusan investasi merupakan keputusan yang penting dari tiga keputusan dalam manajemen keuangan karena keputusan investasi berpengaruh secara langsung terhadap besarnya rentabilitas investasi dan aliran kas perusahaan untuk masa datang. *Capital budgeting* merupakan keputusan investasi dalam pengalokasian dana pada berbagai usulan investasi yang manfaatnya dan baru dirasakan di waktu yang akan datang. Maka keputusan investasi berkaitan dengan penentuan keseluruhan jumlah aktiva yang ada

pada perusahaan, komposisi dari aktiva-aktiva beserta risiko-risiko usahanya (Riyanto, 2001).

Return dari proyek diukur berdasarkan waktu dan *cash flow* yang dihasilkan dimana kedua berdampak positif atau negatif terhadap proyek tersebut. Tujuan keputusan investasi adalah memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko yang tertentu. Keuntungan yang tinggi disertai dengan risiko yang bisa dikelola diharapkan akan menaikkan nilai perusahaan, yang berarti menaikkan kemakmuran pemegang saham (Hanafi, 2005).

KONSEP KEADAAN PASAR MODAL

Keadaan pasar modal dikaitkan dengan konsep efisiensi pasar dimana semua investor memiliki informasi di masa datang yang tersedia sekarang, memiliki analisis yang bagus dan memperhatikan harga pasar serta menyesuaikan kepemilikan mereka dengan tepat. Di pasar seperti itu, harga sekuritas adalah suatu estimasi yang baik dari nilai investasinya, yang nilai investasinya adalah *present value* dari prospek masa depan sekuritas, seperti yang di estimasi oleh analis yang memiliki informasi dan mampu serta dapat di anggap sebagai nilai *fair* sekuritas.

Pasar Efisien dapat di definisikan sebagai berikut (Sharpe, 1999):

“Suatu pasar efisien (yang sempurna) adalah pasar tempat setiap harga sekuritas sama dengan nilai investasi sepanjang waktu”.

Dalam pasar yang efisien, setiap informasi baru dengan cepat dan

penyimpangan penuh di cerminkan pada harga. Karena kejutan yang menyenangkan dapat terjadi dan demikian pula kejutan yang tidak menyenangkan, perubahan harga di pasar yang efisien dapat positif mau pun negatif. Sementara harga sekuritas mungkin di harapkan naik ke jumlah yang memberikan pengembalian modal yang normal, semua yang diatas atau di bawah itu pada pasar efisien tidak dapat diramalkan. Pada pasar yang efisien sempurna, perubahan harga hampir terjadi secara acak (random).

Di pasar yang efisien harga sekuritas menjadi estimasi yang bagus dari nilai investasinya, dalam pasar ini nilai investasi adalah *present value* dari prospek sekuritas di masa datang yang diestimasi oleh analis yang memiliki informasi dan kemampuan. Setiap perbedaan substansial antara harga dan nilai mencerminkan inefisiensi. Di pasar yang berkembang dan bebas, jarang terdapat inefisiensi. Perbedaan besar antara nilai investasi dan harga akan diketahui oleh analis yang waspada yang berusaha mengambil keuntungan dari penemuan mereka. Sekuritas yang *undervalued* akan dibeli, menciptakan tekanan bagi harga untuk naik karena naiknya permintaan. Sekuritas yang *overvalued* akan dijual, menciptakan tekanan pada harga untuk turun karena naiknya penawaran. Saat investor berusaha mengambil keuntungan yang ada karena inefisiensi temporer, mereka akan mengurangi inefisiensi, menghambat mereka yang kurang waspada dan kurang informasi terhadap perubahan untuk mendapatkan laba yang tidak normal.

KONSEP RISIKO

Resiko merupakan penyimpangan hasil yang diperoleh dari rencana hasil yang diharapkan. Resiko terjadi karena keadaan waktu yang akan datang penuh dengan ketidakpastian. Besarnya resiko yang dimaksudkan dalam penilaian investasi akan mempengaruhi besarnya hasil yang diharapkan oleh pemodal. Resiko yang ada di perusahaan dan resiko pasar atau beta:

1. Resiko individual yaitu resiko yang berasal dari proyek investasi secara individual.
2. Resiko perusahaan yaitu resiko yang diukur tanpa mempertimbangkan penganeekaragaman atau portofolio yang dilakukan oleh investor.
3. Resiko pasar atau beta yaitu resiko investasi yang ditinjau dari investor yang menanamkan modalnya pada investasi yang juga dilakukan perusahaan dan perusahaan-perusahaan lain.

Sedangkan Brigham & Huston (1998) menyatakan bahwa resiko dapat dibedakan risiko bisnis (*business risk*) dan resiko keuangan (*financial risk*) dimana resiko bisnis adalah tingkat resiko dari aktiva tetap jika tidak menggunakan hutang dan resiko keuangan menyangkut resiko tambahan bagi pemegang saham biasa akibat penggunaan hutang. Resiko bisnis yang didefinisikan sebagai ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi tingkat pengembalian aktiva (ROA) masa depan merupakan satu-satunya determinasi terpenting dari struktur modal.

Konsep resiko dan *return* dipopulerkan oleh Markowitz (1955) memperkenalkan model tersebut

sebagai *two-parameter model* yang intinya mengatakan bahwa investor seharusnya memfokuskan pada dua parameter: 1. Return yang diharapkan dari suatu; 2. Resiko yang dilihat melalui standar deviasi *return asset* tersebut.

KERANGKA PEMIKIRAN

Hubungan antara Keputusan Investasi dengan Nilai Perusahaan

Investasi diartikan sebagai penanaman modal perusahaan. Penanaman modal dapat dilakukan pada aktiva riil ataupun aktiva *financial*. Keputusan investasi merupakan keputusan terhadap aktiva apa yang akan dikelola perusahaan karena keputusan investasi berdampak langsung terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi didasarkan pada *risk and return Theory* yang dikemukakan oleh Markowitz (1955) dan teori pasar modal. Sesuai dengan teori *risk and return* yang di kemukakan Markowitz (1955) memperkenalkan model dua parameter yang intinya mengatakan bahwa investor seharusnya memfokuskan pada dua parameter yaitu *return* atau tingkat keuntungan dari suatu asset dan risiko yang dilihat dari standar deviasi dari *return asset*. Investor berusaha memaksimalkan pengembalian yang diharapkan dari investasi dengan tingkat risiko tertentu. Adanya asumsi investor cenderung menghindari risiko, investor penghindar risiko adalah investor yang jika dihadapkan pada dua pilihan investasi dengan pengembalian diharapkan sama dan risiko berbeda maka dia akan memilih risiko yang lebih rendah.

Hubungan antara Keadaan Pasar Modal dengan Nilai Perusahaan

Keadaan pasar modal dengan efisiensi sempurna (*bullish market*) akan memudahkan perusahaan dalam memperoleh dana untuk menjalankan kegiatan operasional dan investasi dari pasar modal melalui penerbitan saham baru (*right issue*). Penerbitan saham baru (*right issue*) akan meningkatkan nilai perusahaan yang dicerminkan dari harga pasar saham yang dimiliki perusahaan. Dengan keadaan pasar modal yang sedang bergairah lebih senang bagi perusahaan dalam melakukan *right issue* karena dana yang mengalir dalam bursa itu sangat besar dan bertambah terus.

Hubungan antara Risiko Bisnis dengan Nilai Perusahaan

Pengertian risiko adalah penyimpanan hasil (*return*) diperoleh dari *return* yang diharapkan. Tidak tercapainya hasil yang diharapkan lebih disebabkan adanya ketidakpastian waktu di masa yang akan datang. Adapun pengertian dari risiko perusahaan adalah variabilitas atau ketidakpastian terhadap arus kas dari investasi dan operasi perusahaan.

Resiko dapat dibedakan menjadi risiko bisnis, risiko keuangan dan risiko pasar. Risiko bisnis adalah risiko yang timbul akibat adanya ketidakpastian pendapatan sebelum bunga dan pajak. Sedangkan risiko pasar adalah risiko yang timbul karena kondisi perekonomian suatu Negara. Risiko ini disebut juga sistematis yaitu risiko dimana semua perusahaan akan menanggungnya tetapi besarnya risiko yang ditanggung perusahaan berbeda tergantung sensitivitas perusahaan terhadap risiko tersebut.

Hasil penelitian Wasnieski (2008), resiko perusahaan mempunyai pengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan resiko perusahaan merupakan faktor yang menentukan nilai perusahaan.

HIPOTESIS PENELITIAN

Beberapa telaah pustaka yang mendukung dirumuskannya hipotesis-hipotesis penelitian, menetapkan suatu kerangka pemikiran teoritis yang menyatakan bahwa aspek keuangan perusahaan yang dinilai berdasarkan keputusan investasi dan kekuatan pasar mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan.

1. Terdapat pengaruh *Keputusan Investasi* dengan *Risiko Perusahaan*.
2. Terdapat pengaruh *Keputusan Investasi* dengan *Nilai Perusahaan*.
3. Variabel risiko pasar mampu memediasi hubungan *Keputusan Investasi* dengan *Nilai Perusahaan*.
4. Terdapat pengaruh *Keadaan Pasar Modal* terhadap *Risiko Perusahaan*.
5. Terdapat pengaruh *Keadaan Pasar Modal* terhadap *Nilai Perusahaan*.
6. Variabel risiko pasar mampu memediasi hubungan *Kekuatan Pasar Modal* dengan *Nilai Perusahaan*.
7. Terdapat pengaruh *Risiko Pasar* terhadap *Nilai Perusahaan*.

METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang diperoleh, dikumpulkan dan diolah terlebih dahulu oleh pihak lain yang berupa:

1. Data mengenai perusahaan sampel yang terdaftar di Bursa Efek

Indonesia selama periode 2008-2012.

2. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).
3. Data harga saham perusahaan berupa *closing price* bulanan masing-masing saham sampel.
4. Laporan keuangan tahun 2008-2012.
5. Rasio-rasio keuangan perusahaan.

Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Menurut Sugiyono (2011:68) metode *purposive sampling* yaitu metode pengumpulan anggota sampel di mana peneliti menggunakan pertimbangan/kriteria tertentu. Sampel dalam penelitian ini menggunakan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan manufaktur sektor aneka industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2012.
2. Memiliki data laporan keuangan per 31 Desember untuk periode 2008-2012.
3. Memiliki data lainnya yang dibutuhkan dalam penelitian seperti IHSG dan harga saham bulanan.
4. Perusahaan yang tidak mengalami *delisting* pada periode 2008-2012.
5. Perusahaan yang mempunyai Equity yang positif.

DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL

Variabel Independen (Eksogen)

Variabel independen merupakan variabel yang mempengaruhi variabel dependen. Dalam penelitian ini yang menjadi variabel independen adalah keputusan investasi dan keadaan pasar modal.

Keputusan Investasi (MBAR)

Keputusan investasi merupakan keputusan yang berkaitan dengan penanaman dana baik dalam bentuk *rill asset* dan *financial asset*. Keputusan investasi dapat juga diartikan sebagai keputusan terhadap aktiva yang dikelola perusahaan. Keputusan investasi dapat dikatakan sebagai komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan saat ini dengan tujuan memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang.

Rasio yang mencerminkan nilai kapitalisasi pasar terhadap nilai buku perusahaan, nilai ini menggambarkan nilai ekuitas pasar perusahaan yang akan dibeli oleh investor jika dijual. Makin tinggi nilai rasio MBAR merefleksikan keputusan investasi yang makin baik. Untuk mengukur indikator ini maka pada penelitian ini menggunakan pengukuran sebagai berikut :

$$MBAR = \frac{\text{Nilai ekuitas pasar}}{\text{Nilai Buku Asset}}$$

Keadaan Pasar modal

Keadaan pasar modal merupakan besarnya nilai transaksi perdagangan di BEI pada akhir tahun sebagai cermin perkembangan BEI. Variabel keadaan pasar modal diukur dengan \ln dari nilai perdagangan saham di BEI pada akhir tahun. Semakin besar nilai transaksi perdagangan saham di pasar modal mencerminkan semakin berkembangnya pasar modal tersebut.

Variabel Dependen (Endogen)

Variabel Dependen yaitu variabel yang dipengaruhi oleh

variabel independen/bebas. Dalam penelitian ini variabel nilai perusahaan merupakan variabel dependen dan proksi yang digunakan adalah Tobin's Q.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan variabel laten maka dalam pengukuran tidak dapat secara langsung tetapi pengukurannya melalui indikator-indikator yang mencerminkan nilai perusahaan. Dalam penelitian ini indikator yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan adalah Tobin Q. Penggunaan indikator-indikator ini didasarkan pada teori dan penelitian terdahulu.

- **Tobin Q**

Mencerminkan estimasi pasar keuangan saat ini terhadap nilai hasil pengembalian dari setiap rupiah investasi incremental (Weston & Copeland, 1995). Tobin Q dalam penelitian ini diproksi dengan nilai buku dari ekuitas ditambah nilai buku hutang. Peningkatan nilai pasar akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi nilai rasio Tobin Q, semakin tinggi nilai perusahaan.

Tobin's Q

$$= \frac{\text{Market Value Equity} + \text{BV of debt}}{\text{Book Value Equity} + \text{BV of}}$$

Variabel Mediasi (Intervening)

Variabel mediasi (*intervening variable*) adalah variabel antara atau mediasi, yang berfungsi memediasi hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen.

Risiko Perusahaan

Menggambarkan variabilitas pendapatan yang diharapkan

perusahaan. Resiko perusahaan diukur dengan menggunakan indikator yaitu: risiko bisnis dan risiko pasar. Dalam penelitian ini hanya menggunakan risiko bisnis

- Risiko Bisnis

Resiko bisnis diukur dengan *Degree Operating Leverage (DOL)*. DOL adalah resiko yang di hitung dari persentase perubahan laba sebelum bunga dan pajak sebagai akibat persentase perubahan penjualan. Semakin rendah DOL maka semakin rendah resiko perusahaan. Pengukuran ini digunakan berdasarkan :

$$DOL = \frac{\Delta EBIT}{\Delta Sales}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan Manufaktur sektor aneka industry yang terdaftar di bursa efek Indonesia pada tahun 2008-2012. Pada penelitian ini ditetapkan beberapa kriteria untuk mendapatkan objek penelitian yang telah disebutkan pada Bab III. Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut, ditetapkan dua puluh satu perusahaan yang menjadi objek dalam penelitian ini.

HASIL

Uji Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) pada dasarnya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah diantara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil memperlihatkan kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel-variabel dependen sangat terbatas. Pengujian kesesuaian model (Goodness of Fit Test) pada analisis

jalur adalah koefisien determinasi total R_m^2 , dapat diinterpretasi seperti koefisien seperti koefisien determinasi pada analisis regresi. Dihitung berdasarkan rumus :

$$R_m^2 = 1 - (1 - R_1^2) (1 - R_2^2)$$

R_1^2 adalah koefisien determinasi untuk variabel endogen Risiko Bisnis adalah 0,12 dan R_2^2 adalah koefisien determinasi untuk variabel endogen nilai perusahaan adalah 0,713.

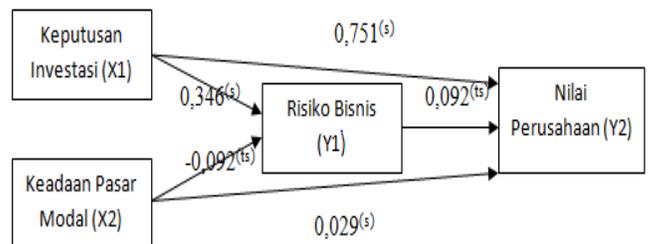
$$R_m^2 = 1 - (1 - 0,12)(1 - 0,713) = 0,75$$

Hasil analisis jalur diperoleh koefisien determinasi total $R_m^2 = 0.75$, artinya model hasil penelitian dapat menjelaskan fenomena yang diselidiki sebesar 75%. Dengan kata lain model dapat dikatakan baik, sehingga layak untuk digunakan sebagai dasar pengujian hipotesis.

Analisis Jalur

Setelah nilai masing-masing variabel laten datanya diperoleh, maka dilakukan analisis jalur. Proses perhitungan menggunakan pendekatan regresi dengan data standardize. Berdasarkan hasil analisis jalur, maka diperoleh diagram jalur yang menunjukkan hubungan keempat variabel tersebut sebagai berikut :

Diagram Jalur Hasil Pengujian Hipotesis



Keterangan : (s) = signifikan dan (ts) = tidak signifikan

H1. Pengaruh keputusan investasi terhadap risiko bisnis

Berdasarkan hasil penelitian di peroleh koefisien jalur sebesar 0.346 dengan $p=0.007$ yang berarti signifikan. Hal ini berarti bahwa semakin baik keputusan investasi akan meningkatkan risiko bisnis.

H2. Pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian di peroleh koefisien jalur sebesar 0.751 dengan $p<0.000$ yang berarti signifikan. Hal ini berarti bahwa semakin baik keputusan investasi akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini memperkuat hasil penelitian Kaestner dan Liu (1998) dan Chen *et al.* (2000) bahwa keputusan investasi mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

H3. Pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan yang di mediasi risiko bisnis

Berdasarkan hasil penelitian di peroleh koefisien jalur untuk variabel Keputusan Investasi (X_1) terhadap Risiko Bisnis (Y_1) sebesar 0.346. Sedangkan koefisien jalur untuk variabel Risiko Bisnis (Y_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_2) sebesar 0.092. Dari hasil regresi dapat dilihat bahwa pengaruh tidak langsung ditunjukkan oleh nilai koefisien jalur sebesar 0,03 (0.346×0.092).

Dari hasil pengujian hipotesis 3 dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh tidak langsung antara Keputusan Investasi terhadap nilai perusahaan melalui risiko bisnis sebesar 0,03 atau dengan kata lain risiko bisnis tidak mampu memediasi hubungan antara keputusan investasi dengan nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa hipotesis 3 ditolak.

H4. Pengaruh Keadaan Pasar Modal Terhadap Risiko Bisnis

Berdasarkan hasil penelitian di peroleh koefisien jalur sebesar -0.092 dengan $p=0.458$ yang berarti tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa baik atau buruknya keadaan pasar modal tidak akan meningkatkan atau menurunkan risiko bisnis perusahaan.

H5. Pengaruh Keadaan Pasar Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian di peroleh koefisien jalur sebesar 0.229 dengan $p=0.002$ yang berarti signifikan. Hal ini berarti bahwa semakin baiknya keadaan pasar modal akan meningkatkan meningkatkan juga nilai perusahaan.

H6. Pengaruh Keadaan Pasar Modal Terhadap Nilai Perusahaan Yang Di Mediasi Risiko Bisnis

Berdasarkan hasil penelitian di peroleh koefisien jalur untuk variabel Keadaan Pasar Modal (X_2) terhadap Risiko Bisnis (Y_1) sebesar -0,092. Sedangkan koefisien jalur untuk Risiko Bisnis (Y_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_2) sebesar 0.229. Dari hasil regresi dapat dilihat bahwa pengaruh tidak langsung ditunjukkan oleh nilai koefisien jalur yaitu sebesar -0.008 (-0.092×0.092).

Dari hasil pengujian hipotesis 6 dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh tidak langsung antara Keadaan Pasar Modal terhadap nilai perusahaan melalui risiko Pasar atau dengan kata lain risiko bisnis tidak mampu memediasi hubungan antara keadaan pasar modal dengan nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa hipotesis 6 ditolak.

H7. Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian di peroleh koefisien jalur sebesar 0.092 dengan $p=0.226$ yang berarti tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa semakin rendahnya risiko bisnis maka nilai perusahaan akan semakin rendah juga karena berhubungan positif.

PEMBAHASAN

Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Risiko Bisnis

Hasil penelitian membuktikan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap risiko. Artinya baik tidaknya keputusan investasi mempengaruhi besar kecilnya risiko bisnis. Hasil penelitian ini didukung berdasarkan teori *risk and return* yang dikemukakan Markowitz (1995), bahwa perusahaan/investor mau berinvestasi bila menghasilkan pendapatan atau *return* tertentu dengan risiko paling kecil ekstrimnya mendekati nol. Dengan kata lain bila investasi mempunyai risiko kecil (signifikan) akan meningkatkan minat para investor untuk berinvestasi yang menunjukkan bahwa keputusan investasi perusahaan tersebut baik karena rendahnya risiko.

Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian keputusan investasi mempunyai pengaruh positif secara langsung yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis (H2) yang menyatakan bahwa keputusan investasi mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap nilai perusahaan dimana keputusan yang tepat akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini dapat diartikan bahwa keputusan investasi yang baik adalah keputusan investasi yang bisa menghasilkan NPV positif, artinya keputusan investasi tersebut dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi

dibandingkan dengan biaya modal yang dikeluarkan perusahaan.

Sesuai dengan teori investasi yang menyatakan setiap keputusan investasi yang dilakukan diharapkan menghasilkan tingkat return dengan risiko yang tertentu dengan asumsi bahwa setiap individu adalah rasional dan tidak menyukai risiko.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Efni (2012) yang menyatakan bahwa keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan secara langsung pada perusahaan *property* dan *real estate*. Hasil penelitian ini juga memperkuat hasil penelitian Wijanarko (2008) disektor manufaktur yang menemukan bahwa perusahaan yang menambah investasi pada *asset intangible* yang diukur dari biaya riset, pengembangan dan promosi berpengaruh positif terhadap harga saham perusahaan.

Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan yang dimediasi Risiko Bisnis

Hasil penelitian membuktikan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap risiko dan risiko berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa risiko tidak mampu memediasi antara keputusan investasi dengan nilai perusahaan. Artinya keputusan investasi mempunyai pengaruh terhadap besar kecilnya risiko perusahaan. Penelitian ini didukung oleh Jacob dan Pettit (1998) mengatakan bahwa memaksimalkan nilai perusahaan dengan keputusan investasi dimana keputusan tersebut akan mempengaruhi risiko. Darmodaran (2005) juga mengemukakan bahwa prinsip investasi dalam berinvestasi pada asset

dan proyek dilihat dari tingkat pengembaliannya harus lebih dari tingkat bunga minimum yang diterima (*hurdle rate*). *Hurdle rate* tinggi memiliki risiko yang tinggi. Sedangkan Hanafi (2004) mengemukakan bahwa tujuan investasi adalah memperoleh keuntungan yang tinggi dengan risiko yang bisa dikelola maka, diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan. Selanjutnya Hanafi (2004) juga mengemukakan tujuan keputusan investasi adalah memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dengan risiko tertentu. Keuntungan yang tinggi disertai dengan risiko yang bisa dikelola diharapkan akan menaikkan nilai perusahaan dan juga perusahaan harus menerima investasi yang mempunyai NPV positif positif karena investasi tersebut akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh Keadaan Pasar Modal Terhadap Risiko Bisnis

Hasil penelitian membuktikan bahwa keadaan pasar modal berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap risiko bisnis. Hal ini dikarenakan keadaan pasar modal tidak ada kaitannya dengan risiko bisnis yang dialami perusahaan sektor aneka industri, risiko bisnis perusahaan sektor aneka industri dialami karena keputusan keuangan yang dibuat manajer bukan berasal dari faktor eksternal (keadaan pasar modal).

Pengaruh Keadaan Pasar Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian membuktikan bahwa keadaan pasar modal berpengaruh positif signifikan

terhadap nilai perusahaan. Keadaan pasar modal yang sedang bergairah (*bullish market*) menunjukkan bahwa pemodal semakin tertarik menanamkan dananya ke pasar modal sehingga emiten akan semakin mudah memperoleh dana dari pasar modal. Adanya permintaan saham yang tinggi tapi penawaran saham yang rendah akan membuat harga saham menjadi tinggi yang berarti nilai perusahaan juga akan meningkat. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Sulastri (2003) yang menemukan bahwa keadaan pasar modal berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan.

Pengaruh Keadaan Pasar Modal Terhadap Nilai Perusahaan Yang Dimediasi Risiko Bisnis

Hasil penelitian membuktikan bahwa keadaan pasar modal berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap risiko dan risiko berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga risiko bisnis tidak mampu memediasi hubungan antara keadaan pasar modal terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan keadaan pasar modal tidak ada kaitannya dengan risiko bisnis yang dialami perusahaan, risiko bisnis perusahaan dialami karena keputusan keuangan yang dibuat manajer bukan berasal dari faktor eksternal (keadaan pasar modal).

Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian membuktikan bahwa Risiko Bisnis berpengaruh positif tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis (H7) yang menyatakan bahwa risiko mempunyai

pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Perusahaan manufaktur sektor aneka industri yang dijadikan sampel mengambil dana operasional dari penerbitan saham (*right issue*) sehingga beban bunga bukan menjadi risiko bagi perusahaan tapi hanya perlu melakukan pembayaran dividen kepada pemegang saham sesuai dengan keputusan RUPS. Hal inilah yang menyebabkan risiko bisnis berjalan searah dengan nilai perusahaan (positif). Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan Muslimin (2006), Ismail (2005), Wasnieski (2008) yang menyatakan bahwa risiko mempunyai pengaruh negatif tetapi signifikan terhadap nilai perusahaan tapi pada penelitian ini menunjukkan berpengaruh positif tetapi signifikan. Hasil ini dikarenakan adanya pada tahun penelitian ketiga peneliti tersebut diambil sebelum terjadinya krisis, sementara pada penelitian ini memasukkan tahun 2008-2012 dimana terjadinya krisis dan pasca pemulihan krisis pada periode tersebut.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan investasi dan keadaan pasar modal berpengaruh signifikan secara langsung terhadap nilai perusahaan. Sementara itu keputusan investasi secara langsung berpengaruh terhadap risiko bisnis tetapi keadaan pasar modal tidak berpengaruh terhadap risiko bisnis. Risiko bisnis sendiri

tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, hal ini menjelaskan bahwa risiko bisnis tidak mampu memediasi pengaruh keputusan investasi dan keadaan pasar modal terhadap nilai perusahaan.

Disarankan untuk meneliti atau menambah faktor-faktor lainnya seperti *firm size*, risiko pasar, likuiditas, *assets growth*, struktur aktiva, kepemilikan manajerial, *corporate social responsibility*, dan lain-lain, atau bahkan peneliti bisa memasukkan faktor di luar perusahaan seperti pajak, suku bunga bank, dan lain-lain.

DAFTAR PUSTAKA

Asnawi, Said Kelana dan Chandra Wijaya. 2005. *Riset Keuangan: Pengujian Empiris*. Jakarta: Gramedia.

Brigham, Eugene F. Dan Joel F. Houston, 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Buku Satu, Edisi Kesepuluh. Jakarta : Salemba Empat.

Gujarati, Damodar N. 2006. *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Jakarta : Erlangga.

Hanafi, Manduh. 2012. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : BPFE.

Husnan, Suad. 2009. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Keempat. Yogyakarta : UPP STIM YKPN.

James C. Van Horne dan John M. Wachowich, *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Edisi 12. Jakarta; Salemba Empat.

Jensen, Michael C. 2001. *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*. Journal of Applied Corporate Finance, Volume 14 No. 3.

Riyanto, Bambang. 2008. *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*. Edisi 4. Yogyakarta:BPFE.

Sharpee, William F, 1999. *Investasi*. Edisi 5. Jakarta :Prenhallindo

Sugiyono. 2011. *Statistika untuk Penelitian*. Bandung : Alfabeta.