

## Efek Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan: GCG Sebagai Variabel Moderasi

Lorensia Fidela Charita, Apriani Dorkas Rambu Atahau, Samuel Martono

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Kristen Satya Wacana (UKSW)  
Jl. Diponegoro No. 50-62, Salatiga, 50711, Indonesia

### Info Artikel

Sejarah Artikel:  
Diterima: 8 Juni 2018  
Disetujui:

Keywords:  
Funding Decisions Firms Value,  
Good Corporate Governance,  
Institutional Ownership, and  
Managerial Ownership,

Kata Kunci:  
Kepemilikan Institusional,  
Kepemilikan manajerial, Keputus-  
an Pendanaan, Nilai Perus-  
ahaan, dan Tata Kelola Perus-  
ahaan.

ISSN (print): 2598-7763  
ISSN (online): 2598-7771

✉ Corresponding Author:  
Samuel Martono  
Tel. /Fax.  
E-mail:  
samuelmartono@gmail.com



### Abstract

This study aims to examine the effect of funding decisions on firm value with Good Corporate Governance as a moderating variable. This study uses a sample of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). Using purposive sampling method with a total sample of 160 companies during 2016-2019 periods, the data were analyzed with panel data regression. The findings shows that the funding decision negatively affect the firm value, while GCG failed to moderate the effect of funding decision on firm value. It implies that firms need to optimize their level of debt to boost the value of the firms. Investors see that the company has not been able to manage debt to improve the firm's performance properly. So that an increase in debt will tend to reduce the value of the firms.

Citation: Lorensia F., Atahau, A.D.R., Martono, S. (2021). Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan: GCG Sebagai Variabel Moderasi. *AFRE Accounting and Financial Review*, 4(2): 255-261

### Abstraks

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan Good Corporate Governance sebagai variabel moderasi. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Menggunakan metode purposive sampling dengan jumlah sampel 160 perusahaan selama periode 2016-2019, data dianalisis dengan regresi data panel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan GCG gagal memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menyiratkan bahwa perusahaan perlu mengoptimalkan tingkat hutang mereka untuk meningkatkan nilai perusahaan. Investor melihat bahwa perusahaan belum mampu mengelola utang untuk meningkatkan kinerja perusahaan dengan baik. sehingga peningkatan utang akan cenderung menurunkan nilai perusahaan.

JEL Classification: G32, M41  
DOI: <https://doi.org/10.26905/afr.v4i2.6137>

## 1. Pendahuluan

Di era global saat ini, perusahaan manufaktur berkembang secara pesat. Hal tersebut ditandai dengan bertambahnya jumlah perusahaan manufaktur yang bermunculan di berbagai sektor, antara lain sektor aneka industri, sektor barang konsumsi dan sektor industri bahan kimia. Menurut publikasi survei PMI-BI terjadi peningkatan usaha bidang manufaktur pada triwulan I tahun 2019 (diindikasi-

kan dengan Saldo Bersih Tertimbang) dari 0,32 persen pada triwulan IV tahun 2018 menjadi 1,00 persen. Peningkatan tersebut didorong oleh ekspansi pada sebagian besar komponen indeks pembentuk PMI terutama indeks volume pesanan, indeks volume produksi dan indeks persediaan barang jadi yang tercatat sebesar 54,04 persen pada triwulan I tahun 2019 (Fahmi, 2019). Fenomena terkait perusahaan manufaktur menarik untuk diteliti karena kontribusinya terhadap pertumbuhan perekono-

mian Indonesia dan dukungannya terhadap stabilitas sosial serta pengembangan sektor lainnya (Sholihah *et al.*, 2017 dan Budiyananti, 2016).

Tujuan perusahaan, termasuk perusahaan manufaktur untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan cara meningkatkan kemakmuran pemegang saham (Hernawati *et al.*, 2021; Nurhayati *et al.*, 2021; Jihadi *et al.*, 2021; Bakhtiar *et al.*, 2020; Jemunu *et al.*, 2020; Haryanto *et al.*, 2018; dan Jiao, 2010). Nilai perusahaan merupakan gambaran mengenai aset yang dimiliki perusahaan dan dapat dinilai dari harga sahamnya, untuk mengukur nilai perusahaan menggunakan *Tobin's Q* (Swingly (2019). Untuk mencapai tujuan perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan, maka dibutuhkan pengambilan keputusan keuangan secara tepat, salah satunya adalah keputusan pendanaan sebagai salah satu keputusan yang sangat penting bagi perusahaan (Jihadi *et al.*, 2021, Brahma *et al.*, 2021; Putri & Rahyuda, 2020; Ananda, 2018; dan Haryanto, 2014).

Keputusan pendanaan merupakan cara perusahaan dalam mendanai kegiatan operasionalnya di mana sumber pendanaan perusahaan dapat berasal dari dua sumber yaitu sumber internal (laba ditahan) dan sumber eksternal perusahaan (hutang dan modal) (Frank *et al.*, 2020; Martinez *et al.*, 2019; Rao *et al.*, 2019; Zeidan *et al.*, 2018; Khémiri & Noubbigh, 2018; dan Kythreotis *et al.*, 2017). Apabila pendanaan perusahaan sebagian besar dibiayai oleh hutang, maka akan berdampak pada perubahan nilai perusahaan, karena dapat menghemat pembayaran pajak. Namun jika perusahaan menggunakan hutang terlalu tinggi dan tidak bisa memenuhi kewajiban membayar hutang akan timbul masalah keuangan perusahaan dan memicu terjadinya kebangkrutan (Gustiandika dan Hadiprajitno 2014).

Penentuan tingkat hutang dalam pendanaan perusahaan akan terkait dengan tata kelola perusahaan (*Good corporate governance*). Meskipun tingkat hutang yang digunakan tinggi namun bila terdapat tata kelola yang baik maka efeknya terhadap nilai perusahaan akan lebih optimal. Dengan demikian terdapat efek moderasi dari GCG terhadap relasi keputusan pendanaan (penentuan tingkat hutang) dengan nilai perusahaan. Terdapat berbagai indikator GCG, diantaranya adalah kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Penelitian ini menggunakan kepemilikan manajerial sebagai indikator GCG karena mempunyai efek memperkecil konflik keagenan. Kepemilikan manajerial menunjukkan adanya peran ganda yaitu sebagai manajer dan sekaligus sebagai pemegang saham.

Oleh karena itu manajer yang merangkap sebagai pemilik, akan bertindak hati-hati dalam pengambilan keputusan pendanaan karena manajer tidak ingin perusahaan mengalami kerugian sehingga berdampak pada tidak dibagikannya dividen kepada pemegang saham. Adanya masalah tersebut akan memberi dampak bagi manajer karena akan kehilangan inisiatif dan bagi pemegang saham akan kehilangan *return* atas dana yang diinvestasikan. Selain kepemilikan manajerial penelitian ini juga melibatkan kepemilikan institusional yang diduga dapat meminimalkan konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham, tingginya kepemilikan institusional akan meminimalkan terjadinya perilaku oportunistik manajer, karena ketatnya proses pengawasan/monitoring kemudian dapat mengoptimalkan nilai perusahaan.

Penelitian sebelumnya mengenai pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang beragam. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Oktavina (2012); Gustiandika dan Hadiprajitno (2014); Nur (2016); Evrilia dan Andhy (2015) menunjukkan keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Surya dan Gany (2012); Sintinia dan Maswar (2016) bahwa keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian mengenai *good corporate governance* sebagai moderasi keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan yang dilakukan oleh Gustiandika dan Hadiprajitno (2014) menyatakan bahwa GCG berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dalam tata kelola perusahaan berkontribusi terhadap keputusan pendanaan dan nilai perusahaan. Apabila tingkat pengembalian pendanaan perusahaan yang dibiayai oleh hutang tinggi dan kepemilikan institusi perusahaan juga tinggi mengindikasikan perusahaan memiliki tata kelola yang baik sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya jika kepemilikan institusional perusahaan rendah dan tingkat pengembalian pendanaan perusahaan yang dibiayai oleh hutang rendah mengindikasikan tata kelola yang kurang baik sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan serta peran GCG sebagai variabel moderasi, dimana GCG digunakan untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar dapat menjalankan kegiatan operasional sesuai dengan

harapan stakeholder (Maulana dan Puji, 2020). Penelitian ini menambahkan variabel GCG yang diprosikan dengan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional karena diduga dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.

## 2. Pengembangan Hipotesis

### Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan

Menurut Agung *et al.* (2021), Harnida (2021), dan Risal & Endang (2017) keputusan pendanaan dalam perusahaan merupakan keputusan mengenai sumber dana yang digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan, dimana sumber dana perusahaan terbagi menjadi dua yaitu dana internal dan eksternal. Sumber dana internal berasal dari keuntungan yang tidak dibagi atau keuntungan yang ditahan oleh perusahaan (*retained earning*), sedangkan pendanaan eksternal berasal dari hutang dan tambahan modal dari pemilik atau emisi saham baru dan penjualan obligasi. Apabila sumber dana yang dimiliki perusahaan memadai maka dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan dapat meminimalkan biaya (Sintinia dan Maswar 2016). Berdasarkan prinsip *trade off theory* apabila perusahaan menggunakan sumber dana berupa hutang maka dapat mempengaruhi nilai perusahaan, dimana penggunaan hutang secara berlebihan maka akan menimbulkan masalah keuangan yang berdampak pada turunnya nilai perusahaan.

Keputusan pendanaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio *Debt to Equity Ratio* dengan membandingkan hutang dan ekuitas, apabila DER yang dimiliki perusahaan tinggi maka akan menimbulkan risiko perusahaan antara lain kebangkrutan dan turunnya nilai perusahaan. Temuan penelitian Oktavina (2012) membuktikan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

### Good Corporate Governance Terhadap Keputusan pendanaan dan Nilai Perusahaan

Hutang yang digunakan perusahaan merupakan hal yang sangat sensitif, karena akan berdampak langsung terhadap perubahan nilai perusahaan. Apabila perusahaan menggunakan hutang yang tinggi untuk kegiatan operasinya, maka akan menurunkan pajak namun itu hutang yang terlalu

tinggi dapat menimbulkan risiko perusahaan. Jika ri siko tidak diimbangi dengan return yang tinggi, maka sebagian besar investor tidak mau menanamkan modalnya. Oleh sebab itu perlunya penerapan GCG dalam perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Gustiandika dan Hadiprajitno (2014) menyatakan bahwa penerapan GCG dapat memperkuat keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.

Penentuan tingkat hutang dalam pendanaan perusahaan terkait dengan tata kelola perusahaan (*Good Corporate Governance*). Meskipun tingkat hutang yang digunakan tinggi namun bila terdapat tata kelola yang baik maka efeknya terhadap nilai perusahaan akan lebih optimal. Dengan demikian terdapat efek moderasi dari GCG terhadap relasi keputusan pendanaan (penentuan tingkat hutang) dengan nilai perusahaan. Hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>2</sub>: *Good Corporate Governance* dapat memperkuat pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan

## 3. Data dan Metode

Sampel penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2016-2019. Teknik sampling menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria 1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2019, 2) Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan secara continue tahun 2016-2019, 3) Perusahaan menggunakan mata uang rupiah.

Penelitian ini menggunakan data panel, data diperoleh tidak langsung dari sumbernya namun dari laporan keuangan perusahaan manufaktur. Variabel dependen adalah keputusan pendanaan, variabel independen nilai perusahaan dan variabel moderasi adalah *Good Corporate Governance*, rasio yang digunakan seperti tabel 1. Teknik analisis yang digunakan yaitu regresi data panel dengan menggunakan program STATA14.

Operasionalisasi variabel disajikan pada tabel 2. Penelitian ini terdapat 3 uji yang pertama uji chow (untuk menentukan model regresi antara *Common Effect Model* dan *Fixed Effect Model*), kedua uji lagrange multiplier (untuk menentukan model regresi antara *Common Effect Model* dan *Random Effect Model*), ketiga uji hausman (untuk menentukan *Random Effect Model* dan *Fixed Effect Model*).

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel Penelitian

| Variabel                           | Proksi    | Indikator  | Skala | Sumber              |
|------------------------------------|-----------|--|-------|---------------------|
| Dependen<br>Nilai Perusahaan       | Tobins' Q | $\frac{MVS + Debt}{Total Aset}$  | Rasio | (Herawaty, 2008)    |
| Independen<br>Keputusan Pendanaan  | DER       | $\frac{Total Hutang}{Total Ekuitas}$   | Rasio | (Fenandar, 2012)    |
| Moderasi<br>Kepemilikan Manajerial | MOWN      | $\frac{Total\ saham\ yang\ dimiliki\ dewan\ direksi}{Total\ saham\ beredar}$ | Rasio | (Herawaty, 2008)    |
| Kepemilikan<br>Institusional       | IOWN      | $\frac{Total\ saham\ yang\ dimiliki\ insitusional}{Total\ saham\ beredar}$   | Rasio | (Yuli et al., 2016) |

#### 4. Hasil

Analisis statistik deskriptif yang disajikan di tabel 2 merupakan statistik dasar, yang terdiri dari *mean*, *standard deviation*, *minimum* dan *maximum*. Statistik deskriptif tersebut menunjukkan bahwa rata-rata nilai perusahaan dengan rasio Tobin's Q sebesar 1,202 yang berarti perusahaan berpotensi menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih besar dibandingkan dengan biaya yang dikeluarkan dan menggambarkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik, Nilai minimum dari Tobin's Q sebesar 0,040.

Keputusan pendanaan yang diukur menggunakan rasio DER dengan membandingkan antara Hutang dan ekuitas memiliki nilai rata-rata sebesar 0,813. Nilai minimum variabel DER sebesar 0, dan nilai maksimal DER sebesar 4,19. Keputusan pen-

danaan yang diukur dengan menggunakan rasio DER yang mencerminkan nilai yang tinggi berarti mengindikasikan bahwa penggunaan hutang perusahaan lebih besar dari modal perusahaan.

*Good Corporate Governance* sebagai variabel moderasi yang menggunakan proksi kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial memiliki nilai minimum 0,000 nilai ini mencerminkan bahwa tidak ada pemilik yang merupakan institusi dan tidak ada manajer yang menjadi pemilik perusahaan. Sedangkan nilai maksimal dari kepemilikan manajerial sebesar 2,920.

Berdasarkan hasil pengujian Uji Chow, maka model yang *fit* adalah *fixed effect model*. Sedangkan berdasarkan Uji Lagrange Multiplier model yang *fit* adalah *random effect model*, dan berdasarkan uji Hausman, maka model yang *fit* adalah *random effect model* (Tabel 3).

Tabel 2. Statistik Deskriptif

| Variabel  | Obs | Mean  | Std. Dev. | Min   | Max   |
|-----------|-----|-------|-----------|-------|-------|
| TOBIN'S Q | 132 | 1,202 | 1,2205    | 0,040 | 5,580 |
| DER       | 132 | 0,813 | 0,674     | 0,080 | 4,19  |
| MOWN      | 132 | 0,486 | 0,381     | 0,000 | 2,920 |
| IOWN      | 132 | 0,125 | 0,215     | 0,000 | 0,840 |

Tabel 3. Hasil Uji Estimasi Model Data Panel

| Test                    | Prob  | Model Estimasi Terbaik     |
|-------------------------|-------|----------------------------|
| Uji Chow                | 0,000 | <i>Fixed Effect Model</i>  |
| Uji Lagrange Multiplier | 0,000 | <i>Random Effect Model</i> |
| Uji Hausman             | 0,955 | <i>Random Effect Model</i> |

Hasil uji regresi menggunakan model estimasi *random effect model* menunjukkan bahwa keputusan pendanaan yang diukur menggunakan rasio DER berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan menggunakan rasio Tobin's Q. Kemudian interaksi variabel GCG yang diprosikan MOWN dan IOWN tidak dapat memoderasi DER terhadap Tobin's Q.

Berdasarkan tabel 4 keputusan pendanaan yang diukur dengan menggunakan rasio DER terbukti berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan rasio Tobin's Q. Sehingga dapat disimpulkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kemudian mengenai variabel moderasi yaitu GCG tidak dapat memoderasi antara penga-

ruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.

Tabel 6. Hasil Analisis Regresi

| Variabel | $\beta$   |
|----------|-----------|
| DER      | -0,6695** |
| MOWN     | 0,5241    |
| IOWN     | -7,0158   |
| DERMOWN  | 0,1650    |
| DERIOWN  | 1,3941    |
| Constant | 0,7645    |
| Obs      | 132       |
| Model    | REM       |

Catatan: \*\*\* signifikan 5%

## 5. Pembahasan

### Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa peningkatan hutang akan berdampak penurunan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan hutang akan merespon negatif oleh investor. Investor cenderung melihat bahwa perusahaan yang meningkatkan hutangnya akan cenderung berdampak pada peningkatan beban perusahaan.

Penelitian DER menghasilkan arah koefisien negatif menunjukkan bahwa semakin banyak perusahaan menggunakan hutang maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan. Penelitian ini didukung oleh *Trade off theory* apabila hutang akan terus meningkat sampai titik optimal, maka dapat menimbulkan kesulitan keuangan dan memicu terjadinya kebangkrutan. Penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan berdampak pada kepercayaan publik terhadap perusahaan. Perusahaan dengan hutang yang besar, maka bunga hutang juga akan meningkat dari pada penghematan pajak sehingga kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Haryanto *et al.* (2018b); Gustian (2017); Noerirawan & Muid (2012) yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

### Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan dengan GCG sebagai Variabel Moderasi

Hasil penelitian menunjukkan bahwa GCG yang diprosikan MOWN dan IOWN tidak dapat memoderasi keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan

dengan penelitian yang oleh Gustiandika dan Hadiprajitno (2014). Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa implementasi GCG melalui kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak mampu meyakinkan investor akan adanya pengawasan dalam penggunaan hutang. Kepemilikan saham secara institusional belum mampu menjalankan fungsi pengawasan kepada perusahaan dalam menggunakan hutang. Temuan ini dimungkinkan karena rata-rata kepemilikan institusional yang tidak terlalu besar. Bahkan diduga bahwa institusi pemlik saham masih memiliki relasi dengan pemegang saham (pemilik).

## 6. Simpulan dan Saran

### Simpulan

Berdasarkan analisis pembahasan, dapat diperoleh kesimpulan bahwa keputusan pendanaan yang diukur dengan DER berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. *Good corporate governance* yang diprosikan dengan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak mampu memoderasi keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.

### Saran

Keterbatasan penelitian ini antara lain hanya menggunakan satu variabel independen saja yaitu keputusan pendanaan, terdapat beberapa data laporan tahunan perusahaan manufaktur yang tidak lengkap yang membuat jumlah sampel penelitian ini berkurang, tahun penelitian sangat terbatas. Diharapkan untuk penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel independen yang lain seperti keputusan investasi, kebijakan dividen yang diduga dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Selain itu penggunaan variabel moderasi dapat diukur dengan menggunakan proksi yang lainnya misalnya komisaris independen atau yang lainnya.

### Daftar Pustaka

- Agung, G., Hasnawati, S., & Huzaimah, R. A. F. (2021). The Effect of Investment Decision, Financing Decision, Dividend Policy on Firm Value. *Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 17(1), 1-12. <https://doi.org/10.23960/jbm.v17i1.189>
- Ananda, A. F. (2018). Struktur Modal, Kinerja Perusahaan, dan Altman Z-Score Pengaruhnya Terhadap Ekspektasi Investor.

- AFRE (Accounting and Financial Review)*, 1(1), 9-16.  
<https://doi.org/10.26905/afr.v1i1.2285>
- Bakhtiar, H. A., Nurlaela, S., & Hendra, K. (2020). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Komisaris Independen, Komite Audit dan Nilai Perusahaan. *AFRE Accounting and Financial Review*, 3(2), 136-142.
- Brahma, S., Nwafor, C., & Boateng, A. (2021). Board gender diversity and firm performance: The UK evidence. *International Journal of Finance and Economics*, 26(4), 5704-5719. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2089>
- Budiyanti, E. (2016). Penguatan kembali industri manufaktur indonesia. *Pusat Penelitian Badan Keahlian DPR RI*, 8(12), 13-16. [https://berkas.dpr.go.id/puslit/files/info\\_singkat/Info\\_Singkat-VIII-12-II-P3DI-Juni-2016-50.pdf](https://berkas.dpr.go.id/puslit/files/info_singkat/Info_Singkat-VIII-12-II-P3DI-Juni-2016-50.pdf)
- Evrilia, L. sari, & Andhy, W. (2015). Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Resiko Sebagai Variabel Mediasi. 4(4), 281-291.
- Fahmi, A. (2019). Bukti sektor manufaktur memiliki kinerja positif di QI 2019. In *IDX Channel*.
- Fenandar, G. (2012). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 1-53.
- Frank, M. Z., Goyal, V. K., & Shen, T. (2020). The Pecking Order Theory of Capital Structure: Where Do We Stand? *SSRN Electronic Journal*, 1-42. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3540610>
- Gustian, D. (2017). Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Keputusan Investasi, Dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi.*, 3(2), 84-100.
- Gustiandika, T., & Hadiprajitno, P. B. (2014). Pengaruh Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Corporate Governance Sebagai Variabel Moderasi. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 3(2), 1-12.
- Harnida, M. (2021). Peran Moderasi Inflasi Dalam Hubungan Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Spread*, 10(2), 68-85.
- Haryanto, S. (2014). Identifikasi Ekspektasi Investor Melalui Kebijakan Struktur Modal, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Gcpi. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 5(2), 183-199. <https://doi.org/10.15294/jdm.v5i2.3660>
- Haryanto, S., Rahadian, N., Mbapa, M. F. I., Rahayu, E. N., & Febriyanti, K. V. (2018a). Kebijakan Hutang, Ukuran Perusahaan dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan: Industri Perbankan di Indonesia. *AFRE (Accounting and Financial Review)*, 1(2), 62-70. <https://doi.org/10.26905/afr.v1i2.2279>
- Haryanto, S., Rahadian, N., Mbapa, M. F. I., Rahayu, E. N., & Febriyanti, K. V. (2018b). Kebijakan Hutang, Ukuran Perusahaan dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan: Industri Perbankan di Indonesia. *AFRE (Accounting and Financial Review)*, 1(2). <https://doi.org/10.26905/afr.v1i2.2279>
- Herawaty, V. (2008). Peran Praktek Corporate Governance Sebagai Moderating Variable dari Pengaruh Earnings Management Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 10(2), 97-108. <https://doi.org/10.1007/BF00897945>
- Hernawati, R. I., Ghozali, I., Yuyetta, E. N. A., & Prastiwi, A. (2021). The Effect of Income and Earnings Management on Firm Value: Empirical Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(4), 105-112. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no4.0105>
- Jemunu, M. D. P., Apriyanto, G., & Parawiyati. (2020). Good Corporate Governance Dan Pengungkapan Sustainability Report Terhadap Nilai Perusahaan. *AFRE Accounting and Financial Review*, 3(2), 93-102. <http://repository.unair.ac.id/97940/>
- Jiao, Y. (2010). Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 34(10), 2549-2561. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.04.013>
- Jihadi, M., Vilantika, E., Hashemi, S. M., Arifin, Z., Bachtiar, Y., & Sholichah, F. (2021). The Effect of Liquidity, Leverage, and Profitability on Firm Value: Empirical Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 423-431. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0423>

- Khémiri, W., & Noubbigh, H. (2018). Determinants of capital structure: Evidence from sub-Saharan African firms. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 70, 150–159. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.04.010>
- Kythreotis, A., Nouri, B. A., & Soltani, M. (2017). Determinants of Capital Structure and Speed of Adjustment: Evidence from Iran and Australia. *International Journal of Business Administration*, 9(1), 88. <https://doi.org/10.5430/ijba.v9n1p88>
- Martinez, L. B., Scherger, V., & Guercio, M. B. (2019). SMEs capital structure: trade-off or pecking order theory: a systematic review. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 26(1), 105–132. <https://doi.org/10.1108/JSBED-12-2017-0387>
- Maulana, S., & Puji, E. (2020). The Effect of Funding Policy, Investment Policy, and Dividend Policy on the Firm Value through Good Corporate Governance as an Intervening Variable. *Global Review of Islamic Economics and Business*, 8(1), 49–58.
- Noerirawan, M. R., & Muid, A. (2012). Pengaruh Faktor Internal dan Eksternal Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2010). *Diponegoro Journal Of Accounting*, 1(1), 582–593.
- Nur, F. (2016). Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, Kebijakan Dividen, Tingkat Suku Bunga Terhadap Nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 5(2), 1–15.
- Nurhayati, I., Sudiyatno, B., Puspitasari, E., & Basiya, R. (2021). Moderating effect of firm performance on firm value: Evidence from Indonesia. *Problems and Perspectives in Management*, 19(3), 85–94. [https://doi.org/10.21511/ppm.19\(3\).2021.08](https://doi.org/10.21511/ppm.19(3).2021.08)
- Oktavina, T. (2012). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*, 1(2), 120–128.
- Putri, I. G. A. P. T., & Rahyuda, H. (2020). Effect of capital structure and sales growth on firm value with profitability as mediation. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 145–155. <https://doi.org/10.21744/irjmis.v7n1.833>
- Rao, P., Kumar, S., & Madhavan, V. (2019). A study on factors driving the capital structure decisions of small and medium enterprises (SMEs) in India. *IIMB Management Review*, 31(1), 37–50. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2018.08.010>
- Risal, R., & Endang, K. (2017). The effect of investment decision Financing decision dividend payment policy and company size. *Journal Of Administrative and Business Studies*, 105–113.
- Sholihah, I. M., Syaparuddin, S., & Nurhayani, N. (2017). Analisis investasi sektor industri manufaktur, pengaruhnya terhadap pertumbuhan ekonomi dan penyerapan tenaga kerja di Indonesia. *Jurnal Paradigma Ekonomika*, 12(1), 2085–1960.
- Sintinia, F., & Dan Maswar. (2016). Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 5(4), 1–16.
- Surya, R., & Gany, I. (2012). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 1(1), 1–10.
- Yuli, F., Susilawati, R., & Purwanto, N. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kinerja Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi Unikama*, 4(1), 1–15.
- Zeidan, R., Galil, K., & Shapir, O. M. (2018). Do ultimate owners follow the pecking order theory? *Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 45–50. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.04.008>