

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN
INSTITUSIONAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN
KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

**(Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun
2014-2016)**

SKRIPSI



Oleh

**RENANDA JALESTIANA
NIM : 13510179**

**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI
MAULANA MALIK IBRAHIM
MALANG
2018**

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN
INSTITUSIONAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN
KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

**(Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun
2014-2016)**

SKRIPSI

Diajukan Kepada :

Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang
Untuk Memenuhi Salah Satu Persyaratan
Dalam Memperoleh Gelar Sarjana Manajemen (SM)



Oleh

RENANDA JALESTIANA
NIM : 13510179

**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI
MAULANA MALIK IBRAHIM
MALANG
2018**

LEMBAR PERSETUJUAN
PENGARUH KEPEMILIKAN MANJARIAL DAN INSTITUSIONAL
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG
SEBAGAI VARIABEL MODERASI

(Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2014-2016)

SKRIPSI

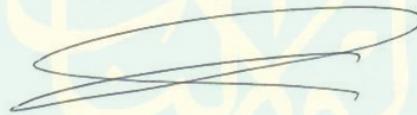
Oleh

RENANDA JALESTIANA

NIM : 13510179

Telah Disetujui, 19 Desember 2017

Dosen Pembimbing

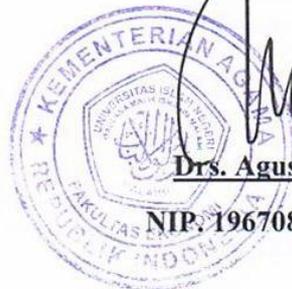


Dr.H. Misbahul Munir, LC., M.Ei

NIP.19750707 200501 1 005

Mengetahui :

Ketua Jurusan,



Drs. Agus Sucipto, MM

NIP.19670816 200312 1 001

LEMBAR PENGESAHAN**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN INSTITUSIONAL TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL
MODERASI****(Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2014-
2016)****SKRIPSI**

Oleh

RENANDA JALESTIANA

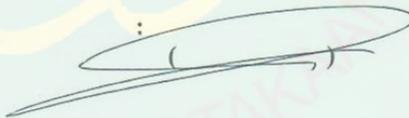
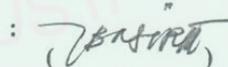
NIM : 13510179

Telah Dipertahankan di Depan Dewan Penguji
Dan Dinyatakan Diterima Sebagai Salah Satu Persyaratan
Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Manajemen (SM)
Pada 04 Januari 2018

Susunan Dewan Penguji

Tanda Tangan

1. Ketua Penguji
Muhammad Sulhan, SE., MM
NIP. 19740604 200604 1 002
2. Dosen Pembimbing/Sekretaris
Dr. H. Misbahul Munir, Lc., M.Ei
NIP. 19750707 200501 1 005
3. Penguji Utama
Dr. Basir S, SE., MM
NIDT. 1987082520160801 1 044

: : : Disahkan Oleh
Ketua Jurusan,
Drs. Agus Sucipto, MM
NIP. 19670816 200312 1 001

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Renanda Jalestiana
Nim : 13510179
Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

menyatakan bahwa “Skripsi” yang saya buat untuk memenuhi persyaratan kelulusan pada Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang, dengan judul :

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN INSTITUSIONAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL MODERASI (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2014-2016)

Adalah hasil karya saya sendiri, bukan “duplikasi” dari karya orang lain. Selanjutnya apabila dikemudian hari ada “klaim” dari pihak lain, bukan menjadi tanggung jawab Dosen pembimbing dan atau pihak Fakultas Ekonomi, tetapi menjadi tanggung jawab saya sendiri.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya dan tanpa ada paksaan dari siapapun.

Malang, 12 Januari 2018

Hormat Saya,



Renanda Jalestiana

NIM : 13510179

HALAMAN PERSEMBAHAN

Dengan mengucapkan rasa syukur kepada Allah SWT kupersembahkan karya sederhana ini teruntuk :

Ibu, (Sri Rahayu) yang selalu sabar dalam merawat saya, membimbing saya, berjuang untuk saya sampai sejauh ini, selalu berikhtiar dalam untuk kesehatan saya, selalu mendukung dan memberi doa restu yang terbaik untuk saya. Untuk ayah (Toni Jalastiyanto) yang selalu rela dan ikhlas berjuang untuk masa depan saya, dan selalu mendukung dengan apa yang saya lakukan. Nenek yang selalu memberikan doa untuk cucunya-cucunya yang sedang berjuang.

Suami saya, (M. Hilman R) yang selalu menemani dalam proses pembuatan skripsi ini, selalu mendoakan yang terbaik dan selalu menjaga saya disetiap saya melangkah. Selalu mengingatkan akan kesehatan itu penting.

Adikku, (Andika Wijayana) yang selalu membuat saya semangat dan memotivasi saya agar selalu menjadi kakak yang bisa memberi contoh yang baik kepada adik saya.

My bestfriends, Lailatul azkiya, Indah Bagus Widiastuti, Mohammad Habbil, Siti Mariyam, Ana Tri Yuliana dan semua teman-teman pondok pesantren Al-Fadholi yang selalu ada dan buat semangat. Untuk keluarga besar manajemen 2013 yang tidak bisa saya sebutkan satu per satu, terima kasih telah memberikan banyak tawa dalam kehidupan saya. Semoga tetap terjaga silaturahmi kita. Sukses untuk semua sahabat-sahabatku.

MOTTO

Jangan pernah lelah dan berhenti untuk mencoba hanya karena keadaan, Karena dengan mencoba bisa merubah yang tidak mungkin menjadi mungkin.



KATA PENGANTAR

Bismillahirrohmanirrohim

Assalamu'alaikum Wr.Wb

Segala puji syukur kehadirat Allah SWT, karena atas rahmat dan hidayah-Nya penelitian ini dapat terselesaikan dengan judul “ Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Moderasi (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2014-2016))”.

Shalawat serta salam semoga tetap tercurahkan kepada junjungan kita Nabi besar Nabi Muhammad SAW yang telah membimbing kita dari kegelapan menuju jalan kebaikan, yaitu Din al-Islam.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan tugas akhir skripsi ini tidak akan berhasil dengan baik tanpa adanya bimbingan dan sumbangan pemikiran dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih yang tak terhingga kepada :

1. Tuhan Yang Maha Esa, yakni Allah SWT yang senantiasa memberikan rahmat, Hidayah, serta Rezeki berupa kesehatan yang luar biasa guna untuk menyelesaikan proposal skripsi ini hingga selesai.
2. Bapak Prof. Dr. Abdul Haris, M.Ag selaku Rektor Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.

3. Bapak Dr. H Nur Asnawi, M.Ag selaku Dekan dari Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
4. Bapak Drs. Agus Sucipto, MM selaku ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
5. Bapak Dr. H. Misbahul Munir, LC., M.ei Selaku Dosen Pembimbing yang telah banyak sekali meluangkan waktunya untuk membimbing, mendidik, dan mengarahkan dalam penyelesaian skripsi ini.
6. Bapak Muhammad Fatkhur Rozi, SE., M.M selaku dosen wali yang telah mengarahkan dan membimbing selama menempuh studi di Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
7. Dosen pengajar yang telah memberikan pengetahuan dan wawasan kepada penulis selama menempuh studi di Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
8. Segenap civitas akademika Jurusan Ekonomi, Seluruh dosen, dan administrasi, terima kasih untuk segala bantuan hingga skripsi ini terselesaikan.
9. Orang tua ayah Toni Jalastiyanto dan Ibu Sri Rahayu yang selalu mendidik dan memberikan kasih sayangnya sejak kecil hingga sekarang dan doa yang selalu terjabah terhadap penulis demi kelancaran untuk menyelesaikan tugas akhir (skripsi).
10. Suami M Hilman R yang selalu menemani dan mendoakan setiap langkah dalam menyelesaikan tugas akhir (skripsi).

11. Adik Andika Wijayana dan seluruh keluarga terdekat yang selalu mendukung dan memotivasi dalam menyelesaikan tugas akhir (skripsi).
12. Suami M Hilman R yang selalu menemani dan mendoakan setiap langkah dalam menyelesaikan tugas akhir (skripsi).
13. Adik Andika Wijayana dan seluruh keluarga terdekat yang selalu mendukung dan memotivasi dalam menyelesaikan tugas akhir (skripsi).
14. Sahabat/I Lailatul Azkiya, Indah Bgaus Widiastuti, Mohammad Habbil, Siti mariyam, Ana Tri Yuliana, dan teman-teman pondok pesantren Al-Fadholi yang selalu memberi semangat dan berbagai bantuan.
15. Teman-teman Manajemen angkatan 2013, yang selalu memberi bantuan dalam menyelesaikan tugas akhir (skripsi) ini.
16. Serta pihak-pihak yang telah membantu kami yang tidak mungkin disebutkan satu per satu.

Penulis menyadari bahwa penyusunan skripsi ini masih terdapat kekurangan dan penulis berharap semoga skripsi ini memberikan manfaat kepada para pembaca khususnya bagi penulis secara pribadi.

Malang, 12 Januari 2018

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL DEPAN	
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
SURAT PERNYATAAN	iv
HALAMAN PERSEMBAHAN	v
HALAMAN MOTTO	vi
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR LAMPIRAN	xiii
ABSTRAK (Bahasa Indonesia, Bahasa Inggris, Bahasa Arab)	xiv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	12
1.3 Tujuan Penelitian	12
1.4 Manfaat Penelitian	13
1.5 Batasan Penelitian	14
BAB II KAJIAN PUSTAKA	16
2.1 Penelitian Terdahulu	16
2.2 Persamaan dan Perbedaan Penelitian	30
2.3 Kajian Teoritis	31
2.3.1 Teori Agency	31
2.3.2 Kepemilikan Manajerial	36
2.3.3 Kepemilikan Institusional	38
2.3.4 Kebijakan Hutang	44
2.3.5 Nilai Perusahaan	50
2.4 Kerangka Konseptual	54
2.5 Hipotesis Penelitian	56
BAB III METODE PENELITIAN	65
3.1 Jenis dan Pendekatan Penelitian	65
3.2 Lokasi dan Objek Penelitian	66
3.2.1 Lokasi Penelitian	66
3.2.2 Objek Penelitian	66
3.3 Populasi dan Sampel Penelitian	66
3.4 Data dan Jenis Data	68

3.5 Teknik Pengumpulan Data.....	69
3.6 Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran Variabel	69
3.7 Analisis Data	71
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	79
4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian	79
4.1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian	79
4.1.2 Deskripsi Kinerja Perusahaan	81
4.1.2.1 Kepemilikan Manajerial (MOWN)	81
4.1.2.2 Kepemilikan Institusional (INST).....	82
4.1.2.3 Kebijakan Hutang (DER)	83
4.1.2.4 Nilai Perusahaan (PBV)	84
4.1.3 Analisis Data	85
4.1.3.1 Analisis Statistik Deskriptif	85
4.1.4 Uji Asumsi Klasik	87
4.1.4.1 Uji Normalitas	87
4.1.4.2 Uji Autokorelasi	89
4.1.4.3 Uji Heterokedastisitas	90
4.1.4.4 Uji Multikolenianitas	91
4.1.5 Uji Hipotesis	92
4.2 Pembahasan.....	101
4.2.1 Pengaruh Kepemilikan Manajerial (MOWN) terhadap Nilai Perusahaan (PBV)	102
4.2.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional (INST) terhadap Nilai Perusahaan (PBV)	105
4.2.3 Pengaruh Kebijakan Hutang (DER) terhadap Nilai Perusahaan (PBV)	108
4.2.4 Pengaruh Kepemilikan Manajerial (MOWN) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) dengan Kebijakan Hutang (DER) Sebagai Variabel Moderasi	111
4.2.5 Pengaruh Kepemilikan Institusional (MOWN) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) dengan Kebijakan Hutang (DER) Sebagai Variabel Moderasi	115
BAB V PENUTUP.....	118
5.1 Kesimpulan	118
5.2 Saran.....	122

DAFTAR PUSTAKA

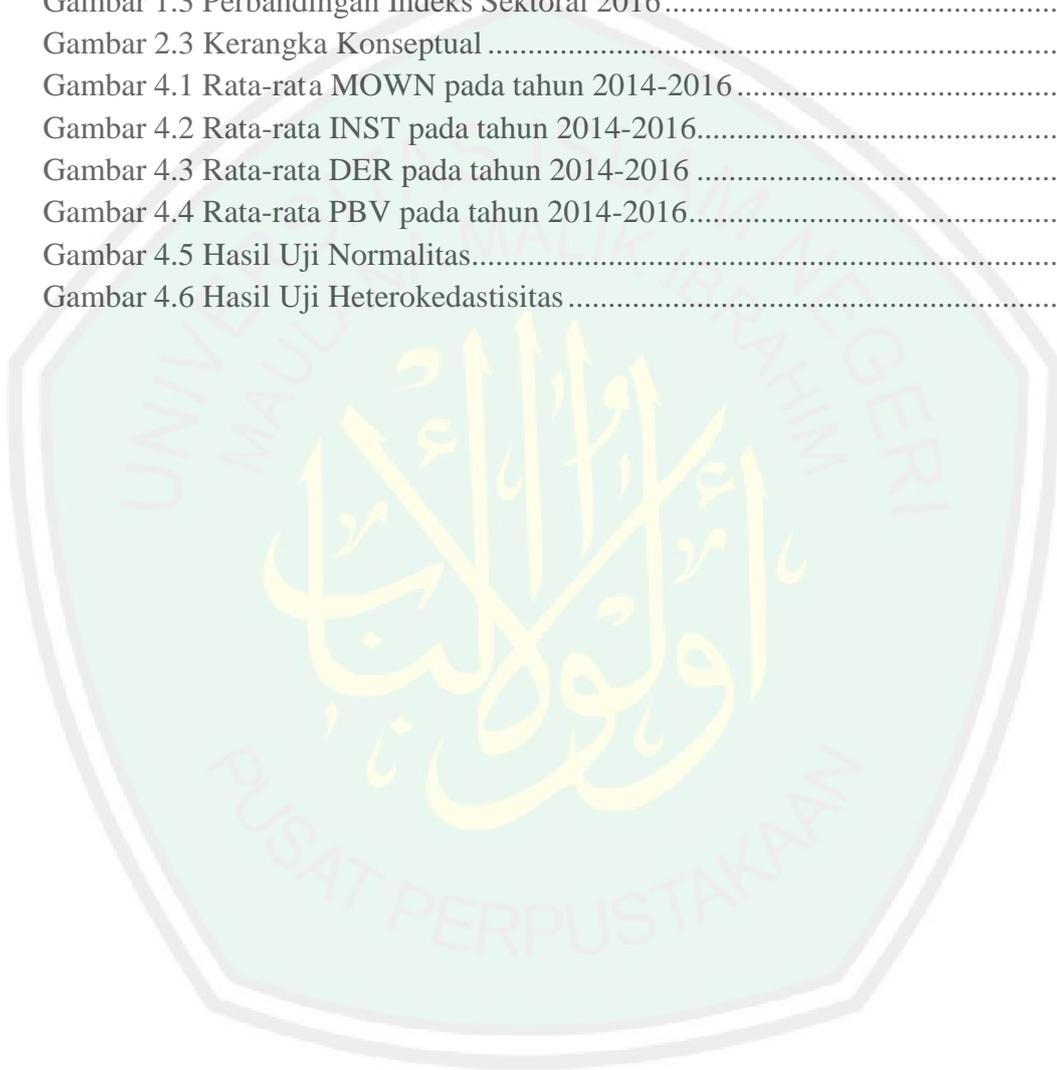
LAMPIRAN-LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Hasil-hasil Penelitian Terdahulu	23
Tabel 3.1 Prosedur Penentuan Sampel	67
Tabel 3.2 Sampel Perusahaan Manufaktur	68
Tabel 4.1 Daftar Perusahaan Sampel Penelitian	80
Tabel 4.2 Statistika Deskriptif	86
Tabel 4.3 Hasil Uji Autokorelasi	89
Tabel 4.4 Hasil Uji Multikoleniaritas	92
Tabel 4.5 Hasil Uji Hipotesis	93
Tabel 4.6 Hasil Uji Moderasi Tahap I	97
Tabel 4.7 Hasil Uji Moderasi Tahap I	98
Tabel 4.8 Hasil Uji Moderasi Tahap I	99
Tabel 4.9 Hasil Uji Moderasi Tahap II	100

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Perbandingan Indeks Sektoral 2014.....	8
Gambar 1.2 Perbandingan Indeks sektoral 2015.....	9
Gambar 1.3 Perbandingan Indeks Sektoral 2016.....	10
Gambar 2.3 Kerangka Konseptual.....	54
Gambar 4.1 Rata-rata MOWN pada tahun 2014-2016.....	81
Gambar 4.2 Rata-rata INST pada tahun 2014-2016.....	82
Gambar 4.3 Rata-rata DER pada tahun 2014-2016.....	83
Gambar 4.4 Rata-rata PBV pada tahun 2014-2016.....	85
Gambar 4.5 Hasil Uji Normalitas.....	88
Gambar 4.6 Hasil Uji Heterokedastisitas.....	99



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Data Variabel penelitian
Lampiran 2	Tabulasi Data
Lampiran 3	Uji Deskriptif
Lampiran 4	Uji Asumsi Klasik
Lampiran 5	Hail Uji Moderasi



ABSTRAK

Renanda Jalestiana. 2018. SKRIPSI. Judul : **Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Moderasi (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2014-2016).**

Pembimbing : Dr. H. Misbahul Munir, LC., M.Ei

Kata kunci : MOWN, INST, DER, dan PBV

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan, pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan, pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan, mengetahui kebijakan hutang sebagai variabel pemoderasi nantinya akan dapat memoderasi atau tidak kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dan mengetahui kebijakan hutang sebagai variabel poderasi nantinya akan dapat memoderasi atau tidak pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di *Bursa Efek Indonesia* (BEI) Tahun 2014-2016.

Penelitian ini menggunakan penelitian kuantitatif dengan sampel penelitian sejumlah 27 perusahaan yang terdaftar di *Bursa Efek Indonesia* selama periode 2014-2016. Sedangkan teknik sampel yang digunakan di dalam penelitian ini teknik purposive sampling. Penentuan teknik sampel ini didasarkan beberapa kriteria. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder. Analisis data yang digunakan dengan menggunakan *moderasi regression analysis* atau *MRA*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Kepemilikan manajerial (MOWN) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (PBV), Dalam penelitian ini juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (INST) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (PBV), Variabel kebijakan hutang (DER) mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Dalam penelitian ini juga menunjukkan bahwa kebijakan hutang (DER) tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial (MOWN) terhadap nilai perusahaan (PBV), Dan kebijakan hutang tidak dapat memoderasi pengaruh kepemilikan institusional (INST) terhadap nilai perusahaan (PBV).

ABSTRACT

Renanda Jalestiana. Thesis. Title: The Influence of Managerial and Institutional Ownership against Corporate Value with Debt Policy As Moderation Variable (Study on Manufacturing Companies Listed on Indonesia Stock Exchange (BEI) Year of 2014-2016).

Supervisor : Dr. H. Misbahul Munir, LC., M.Ei

Keywords: MOWN, INST, DER, and PBV

The purposes of the research are to determine the influence of managerial ownership against corporate value, the influence of institutional ownership against corporate value, the influence of debt policy against corporate value, knowing debt policy as moderation variable that will be able to moderate it, the managerial ownership against corporate value, and knowing the debt policy as the moderation variable that will be able to moderate it, the influence of the institutional ownership of corporate value on the manufacturing companies that had been listed in *Indonesia Stock Exchange* (BEI) Year 2014-2016.

The research used quantitative research with a sample of 27 companies that have listed on the BEI during the period 2014-2016. The sample technique used purposive sampling technique. Determining sample technique was based on several criteria. The type of data used secondary data. Analysis of data used *regression analysis moderating* or *MRA*.

The research results indicated that managerial ownership (MOWN) had no effect against corporate value (PBV). In the research showed that institutional ownership (INST) had a positive effect against firm value (PBV), Debt Policy Variable (DER) had a positive and significant against the corporate value (PBV). The research also showed that debt policy (DER) cant moderate the influence of managerial ownership (MOWN) against corporate value (PBV), and debt policy cant moderate the influence of institutional ownership (INST) against the corporate value (PBV)

ملخص البحث

ريناندا جالستيانا. البحث الجامعي. العنوان: تأثير الملكية الإدارية والمؤسسية على القيمة الشركة مع سياسة الدين كمتغير معتدل (دراسة عن شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا لعام 2014-2016)

المشرف: الدكتور مصباح المنير، الحج الماجستير

الكلمات الرئيسية: PBV، DER، INST، MOWN

وأما الاهداف من هذا البحث هو لتحديد تأثير الملكية الإدارية على قيمة الشركة، وتأثير الملكية المؤسسية على قيمة الشركة، وتأثير سياسة الدين على قيمة الشركة، ومعرفة سياسة الدين كمتغير معتدل الذي سوف يكون ان يدعم الملكية الإدارية على قيمة الشركة، ومعرفة سياسة الدين كما كمتغير معتدل الذي سوف يكون ان يدعم الملكية الإدارية على قيمة الشركة للشركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا (BEI) لعام 2014-2016.

يستخدم هذا البحث الكمي مع عينة 27 الشركات المدرجة في BEI خلال الفترة 2014-2016. وطريقة العينة في هذا البحث هي طريقة أخذ العينات المقصودة. ويستند تحديد تقنية العينة إلى معايير. نوع البيانات هو البيانات الثانوية. تحليل البيانات هو باستخدام نموذج تحليل الانحدار أو MRA

دلت النتائج البحث إلى أن الملكية الادارية لا تؤثر على قيمة الشركة (PBV)، ظهر هذا البحث أن الملكية المؤسسية (INST) تؤثر إيجابيا على قيمة الشركة (PBV)، ومتغيرة سياسة الدين (DER) تؤثر إيجابية وكبيرة على قيمة الشركة (PBV). وظهر البحث أيضا أن سياسة الدين (DER) لا تقدر ان تدفع تأثير الملكية الإدارية على قيمة الشركة (MOWN)، والسياسة الديون (INST) لا تدفع تأثير الملكية المؤسسية على قيمة الشركة (PBV)

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Sejalan dengan perkembangan perekonomian, banyak perusahaan dalam rangka mengembangkan perusahaannya melakukan berbagai cara untuk memenuhi kebutuhan modalnya. Salah satu cara untuk memenuhi kebutuhan modal perusahaan adalah dengan menawarkan kepemilikan saham perusahaan kepada masyarakat atau *public (go public)*. Perusahaan berusaha untuk mendapatkan tambahan modal tentunya untuk memenuhi tujuan perusahaan yaitu mendapatkan laba dan memaksimalkan nilai perusahaan yang dapat dilakukan melalui peningkatan kemakmuran para pemegang saham.

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap keberhasilan perusahaan yang terkait erat dengan harga sahamnya (Soejoko dan Soebiantoro, 2007). Harga saham yang tinggi juga membuat nilai perusahaan tinggi, dan meningkatkan kepercayaan pasar tidak hanya terhadap kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa mendatang (Hermuningsih, 2013). Nilai perusahaan dapat diukur dari suatu ekuitas perusahaan ditambah nilai pasar hutang. Dengan demikian penambahan jumlah ekuitas perusahaan dengan hutang perusahaan dapat mencerminkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan juga dapat diukur dengan PBV (*Price to Book Value*) yaitu perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per saham atau *book value per share* (Sundjaja dan Berlian, 2002). Indikator *price book value* digunakan untuk menunjukkan seberapa jauh

suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Semakin tinggi rasio tersebut maka semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Dengan mengetahui rasio PBV, investor dapat mengidentifikasi saham mana yang nilainya wajar, *undervalued* dan *overvalued*.

Dalam pengelolaannya, perusahaan *go public* dikelola dengan memisahkan antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan atau manajerial. Pemisahan tersebut membentuk suatu hubungan keagenan, yaitu suatu hubungan dimana satu orang atau lebih (prinsipal) mempekerjakan orang lain (agen) untuk melakukan suatu pekerjaan, sesuai dengan kepentingan prinsipal, dengan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada agen (Jensen dan Meckling, 1976).

Teori agensi merupakan hubungan atau kontrak antara prinsipal dan agen. Teori agensi memiliki asumsi bahwa tiap-tiap individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham (prinsipal) dan manajemen (agen) atau disebut *agency problem*. Masalah agensi timbul karena adanya konflik kepentingan antara *shareholder* dan manajer, karena tidak bertemunya utilitas yang maksimal. Sebagai agen, manajer secara moral bertanggung jawab untuk mengoptimalkan keuntungan para pemilik (prinsipal), namun disisi yang lain manajer juga mempunyai kepentingan memaksimalkan kesejahteraan mereka. Hal ini menyebabkan adanya kemungkinan apabila agen tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976). Konflik ini tentunya

dapat diminimalkan dengan adanya suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan tersebut. Namun dengan adanya mekanisme pengawasan ini maka akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*. Pertama, meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen yang akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Kedua, meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain sehingga akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen (Wahidahwati, 2001). Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang yang akan menurunkan *excess of free cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen et al, 1992, dalam Wahidahwati, 2001).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari 100%. Dengan demikian, manajemen cenderung untuk bertindak mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam mengambil keputusan pendanaan. Manajemen tidak menanggung resiko dalam mengambil keputusan karena resiko itu sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham. Oleh karena itu, manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang konsumtif dan tidak produktif seperti peningkatan gaji dan status. Kondisi

tersebut merupakan konsekuensi dari pemisahan antara fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), jika manajemen memiliki kepemilikan saham yang tinggi dalam perusahaan, maka investor akan mengurangi tingkat hutang secara optimal sehingga akan mengurangi biaya keagenan hutang. Manajemen akan menggunakan hutang pada tingkatan yang dapat menimbulkan risiko terkecil. Hal ini dikarenakan manajemen merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan kerugian yang ditimbulkan sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka mereka cenderung berusaha giat untuk kepentingan manajemen yang tak lain adalah dirinya sendiri. Dalam penelitian ini, kepemilikan manajerial diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh manajemen pada akhir tahun. Pengukuran ini sesuai dengan yang digunakan dalam penelitian Wahidahwati (2001).

Untuk memperoleh persepsi positif dari investor, pihak manajemen akan menggunakan hutang pada tingkatan yang optimal. Penggunaan hutang yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan akan menyebabkan biaya bunga semakin besar sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar karena adanya penghematan pembayaran pajak penghasilan badan. Pada tingkatan tertentu, penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena meningkatkan resiko perusahaan. Pembayaran angsuran dan bunga hutang dapat menyebabkan *financial distress*

karena *cash flow* perusahaan tidak mampu menutupinya. Hal inilah yang akan menimbulkan perspektif negatif dari para investor.

Disamping kepemilikan oleh pihak manajemen, kepemilikan oleh pihak institusional juga dapat menurunkan *agency cost*. Adanya monitoring yang efektif oleh kepemilikan pihak institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun. Hal ini karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil alih oleh kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional adalah pemegang saham dari pihak institusional seperti bank, lembaga asuransi, perusahaan investasi dan institusi lainnya. Dalam penelitian ini, variabel kepemilikan institusional diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh institusi pada akhir tahun. Pengukuran ini sesuai dengan yang digunakan dalam penelitian Wahidahwati (2001).

Kebijakan hutang perusahaan (*Leverage*) mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang terdiri dari utang jangka pendek dan utang jangka panjang. *Leverage* dalam penelitian ini memiliki fungsi positif yaitu dapat mendorong posisi keuangan perusahaan. *Leverage* dalam penelitian ini diwakili oleh *debt to equity ratio* (DER). DER mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar atau memenuhi kewajibannya dengan modal sendiri. Semakin besar rasio ini maka semakin besar struktur modal yang berasal dari hutang digunakan untuk mendanai ekuitas yang ada seperti yang dikemukakan oleh Warren et al (dalam Mahendra 2016:6) yang menyatakan bahwa semakin kecil rasio DER, maka semakin baik kemampuan perusahaan untuk dapat

bertahan dalam kondisi yang buruk. Rasio DER yang kecil menunjukkan bahwa perusahaan masih mampu memenuhi kewajibannya kepada kreditur.

Penelitian tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan telah dilakukan oleh beberapa peneliti di Indonesia. Penelitian Sudarma (2004) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian Wahyudi (2006) menghasilkan kesimpulan bahwa struktur kepemilikan baik manajerial maupun institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Begitupun juga penelitian Nuraina (2012) yang mengemukakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

Berbeda dengan hasil penelitian di atas, beberapa penelitian di Indonesia mendapatkan hasil penelitian yang berbeda terkait pengaruh struktur kepemilikan saham terhadap nilai perusahaan. Diantaranya yaitu: Penelitian Rustendi (2008) yang mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian Wardani (2011) yang mendapatkan hasil bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Asmawati (2013) menyebutkan bahwa diantara struktur kepemilikan saham perusahaan, hanya kepemilikan manajerial saja yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian tentang pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan juga telah dilakukan oleh beberapa peneliti di Indonesia. Misalnya saja dalam

penelitian Sudarma (2004) yang meneliti pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian membuktikan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Penelitian Kusuma (2008) yang menyebutkan bahwa kebijakan hutang secara parsial berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Begitupun juga penelitian yang dilakukan oleh Izzah (2017) yang mendapatkan hasil bahwa kebijakan hutang mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Berbeda dengan penelitian terkait kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan sebelumnya. Beberapa penelitian berikut mendapatkan hasil yang berbeda dengan penelitian sebelumnya. Diantaranya yaitu: penelitian Taswan dan Soliha (2002) yang menyebutkan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian Rustendi (2008) yang mengemukakan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Begitupun juga penelitian yang dilakukan oleh Wardani (2011) yang menempatkan kebijakan hutang sebagai variabel intervening, mendapatkan hasil bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini mengambil sampel di sektor manufaktur karena diantara kesembilan sektor perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sektor industri manufaktur memiliki jumlah perusahaan terdaftar yang paling banyak. Perusahaan yang termasuk ke dalam sektor manufaktur sampai dengan tahun 2016 berjumlah 144 perusahaan dari 559 perusahaan yang terdaftar di BEI. Dalam penelitian ini mengambil sampel di sektor manufaktur karena investasi di sektor manufaktur sangat besar. Hal tersebut dapat dilihat dari perbandingan

harga indeks sektoral di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2014-2016 perusahaan manufaktur. Indeks sektoral merupakan rata-rata dari harga saham di masing-masing sektor di Bursa Efek Indonesia.

Gambar 1.1
Grafik Perbandingan Indeks Sektoral Tahun 2014



Sumber: (www.finance.yahoo.com)

Keterangan:

1. JKBIND :menunjukkan kode indeks sektor industry dasar dan kimia.
2. JKFINA :merupakan kode indeks sektoral untuk keuangan.
3. JKINFA :merupakan kode indeks sektoral untuk perusahaan infrastruktur.
4. JKLQ45 :merupakan indeks sektoral untuk perusahaan yang tergabung dalam LQ45.
5. JKMNFG : merupakan indeks sektoral untuk perusahaan manufaktur.
6. JKPROP :merupakan kode indeks sektoral perusahaan real estate dan property.

7. JKTRAD : merupakan kode indeks sektoral perusahaan jasa dan dagang, dan

8. JKMISC : merupakan kode indeks sektoral perusahaan lainnya.

Grafik di atas adalah grafik perbandingan harga indeks sektoral di Bursa Efek Indonesia untuk masing-masing sektor pada tahun 2014. Indeks sektoral merupakan rata-rata dari harga saham di masing-masing sektor di Bursa Efek Indonesia. Grafik di atas menunjukkan bahwa pada tahun 2014, perusahaan di sektor properti menempati posisi paling rendah untuk indeks sektor dibandingkan dengan sektor perusahaan yang lain di Bursa Efek Indonesia yaitu sebesar 453.12. sedangkan sektor perusahaan manufaktur menempati posisi indeks sektor yang paling tinggi dengan angka mencapai 1,284.87.

Gambar 1.2
Grafik Perbandingan Indek Sektoral Tahun 2015



Sumber: (www.finance.yahoo.com)

Pada tahun 2015, sektor property yang sebelumnya ada pada posisi paling bawah untuk indeks sektor naik sebesar 48.47. Sedangkan indeks yang paling rendah dimiliki oleh sektor industry dasar dan kimia sebesar 417.21. Adapun perusahaan pada sektor manufaktur masih menempati posisi paling tinggi sebesar 1,215.38 meskipun nilainya turun dibandingkan tahun sebelumnya sebesar 69,49.

Gambar 1.3
Grafik Perbandingan Indek Sektoral Tahun 2016



Sumber: (www.finance.yahoo.com)

Di tahun 2016, nilai terendah kembali dimiliki oleh perusahaan pada sektor industry dasar dan kimia. Sedangkan perusahaan pada sektor manufaktur masih menduduki poin yang paling tinggi dimana pada tahun 2016 nilainya naik sebesar 123.63 poin dibandingkan tahun sebelumnya.

Perbandingan grafik di atas untuk 3 tahun terakhir menunjukkan bahwa minat investor pada beberapa perusahaan cenderung tidak stabil, akan tetapi untuk perusahaan manufaktur relatif stabil pada nilai yang tinggi. Sehingga bisa dikatakan bahwa minat investor pada perusahaan di sektor manufaktur lebih tinggi bila dibandingkan dengan sektor yang lain untuk 3 tahun terakhir dari tahun 2014 sampai dengan 2016.

Penelitian ini juga tertarik mengambil perusahaan manufaktur karena hasil penelitian sebelumnya juga masih menunjukkan adanya fenomena bahwa sektor manufaktur memiliki kontribusi besar terhadap perekonomian Indonesia. Tercatat, investasi di sektor manufaktur menyumbang 42% terhadap total investasi di Indonesia tahun 2015 sebesar Rp 463,1 triliun. Sektor manufaktur menyumbang porsi investasi terbesar dibanding sektor lainnya di Tanah Air. (www.kemenperin.go.id)

Dari beberapa teori dan penelitian di atas, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian lebih lanjut terhadap Kepemilikan Manajerial dan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Moderasi. Dalam penelitian ini sampel yang digunakan adalah perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Karena dengan melihat perkembangan dan minat investor yang besar dibandingkan sektor perusahaan yang lain dan untuk menghindari kesamaan dengan penelitian sebelumnya. Berdasarkan paparan latar belakang di atas, maka peneliti ingin melakukan penelitian guna mengetahui hasil yang sebenarnya terjadi dengan data yang relevan.

Dari uraian di atas maka peneliti mengambil penelitian yang berjudul **“Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Moderasi (Studi Pada Perusahaan Manufaktur di BEI Periode 2014-2016)”**.

1.2. Rumusan Masalah

Penelitian ini berkaitan dengan kebijakan hutang dan nilai perusahaan dan dikaitkan dengan kepemilikan manajerial dan institusional dengan menggunakan perspektif teori keagenan untuk meminimalkan *agency cost*. Masalah atau pertanyaan yang hendak dijawab dari penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
3. Apakah kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
4. Apakah kebijakan hutang dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan?
5. Apakah kebijakan hutang dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan?

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah diuraikan di atas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui:

1. Untuk mengetahui pengaruh secara parsial kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.
2. Untuk mengetahui pengaruh secara parsial kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.
3. Untuk mengetahui pengaruh secara parsial kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.
4. Untuk mengetahui kebijakan hutang dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.
5. Untuk mengetahui kebijakan hutang dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

1.4. Manfaat Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian, maka diharapkan penelitian ini memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini bermanfaat untuk menguji *agency theory* dalam perusahaan. Hasil penelitian ini dapat memberikan bukti empiris mengenai beberapa mekanisme yang dapat dilakukan untuk mengurangi *agency problem*. Beberapa mekanisme yang dapat dilakukan untuk mengurangi *agency cost* yaitu dengan meningkatkan kepemilikan manajerial dan meningkatkan pendanaan dengan hutang. Kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menggunakan hutang secara optimal, sehingga akan meminimumkan biaya keagenan dan

mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemilik serta menyelaraskan tujuan manajemen dengan tujuan perusahaan (pemilik) yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Sedangkan peningkatan pendanaan menggunakan hutang dapat mengurangi konflik antara pemegang saham dan manajemen.

2. Manfaat Praktis

a. Bagi penulis

Diharapkan mendapat pengetahuan baru sehubungan dengan hal-hal yang diteliti serta mencoba untuk menerapkan teori-teori yang pernah diterima mengenai masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini.

b. Bagi Investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan pertimbangan dalam membuat keputusan investasi khususnya pada pemilihan perusahaan setelah mengetahui perilaku manajemen dalam perusahaan tersebut.

c. Bagi Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini juga dapat dijadikan referensi bagi peneliti lain untuk mengkaji ulang model penelitian yang lain.

1.5. Batasan Penelitian

Penelitian ini dibatasi kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang perusahaan. Adapun objek penelitian dibatasi sebanyak 81 perusahaan manufaktur. Data yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan data sekunder

yang di dapat dari Bursa Efek Indonesia. Jangka waktu penelitian ditentukan selama tiga tahun terakhir yaitu tahun 2014-2016.



BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian terkait pengaruh kepemilikan saham terhadap nilai perusahaan sudah banyak dilakukan oleh peneliti terdahulu, antara lain:

Pertama, penelitian Taswan dan Soliha (2002) yang meneliti “Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan serta beberapa faktor yang mempengaruhi”. Variabel independen dalam penelitian ini yaitu *kebijakan hutang, insider ownership, profitabilitas, dan firm size*. Sedangkan variabel dependennya adalah nilai perusahaan. Analisis yang digunakan adalah analisis linear berganda dengan menggunakan SPSS. Hasilnya didapatkan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan sedangkan *insider ownership, profitabilitas dan firm size* terbukti mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian kedua yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yaitu meneliti tentang “Pengaruh kepemilikan manajerial dan institusional pada kebijakan hutang perusahaan: sebuah perspektif *agency* teori”. Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional digunakan sebagai variabel independen. Sedangkan kebijakan hutang digunakan sebagai variabel dependen dalam penelitian ini. Jumlah sampel yang diperoleh adalah 61 perusahaan yang terdaftar di BEJ selama periode 1995-1996. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *pooling data* yang dilakukan dengan *puspositive random smpling*. Analisis yang digunakan adalah regresi linear berganda. Adapun hasil penelitian ini yaitu: 1) kepemilikan

manajerial adalah faktor terpenting yang mempengaruhi kebijakan hutang. 2) kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*.

Penelitian ketiga dilakukan oleh Ismayati dan Hanafi (2003) yang meneliti “Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko, kebijakan hutang, dan kebijakan deviden: analisis secara simultan.” Variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu: kepemilikan manajerial, institusional, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan deviden. Adapun kesimpulan dari penelitian ini diantaranya yaitu: 1) pada variabel risiko terdapat hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. 2) variabel DPR mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. 3) variabel kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. 4) kepemilikan Institusional mempunyai hubungan positif dan signifikan.

Keempat, penelitian yang dilakukan oleh Sudarma (2004) yang meneliti tentang “Pengaruh struktur kepemilikan saham, faktor intern dan ekstern terhadap struktur modal dan nilai perusahaan”. Variabel independennya adalah struktur kepemilikan saham, faktor intern dan ekstern perusahaan. Sedangkan dependennya adalah struktur modal dan nilai perusahaan. Hasil yang didapatkan diantaranya yaitu: kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif tidak signifikan dengan nilai perusahaan. Kepemilikan institusional berhubungan negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Dan struktur modal berhubungan negatif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) dengan judul “Implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. Variabel keputusan keuangan pada penelitian ini terdiri dari keputusan investasi dan pendanaan. Sedangkan struktur kepemilikan dalam penelitian ini sebagai variabel independen terdiri dari kepemilikan manajerial dan institusional. Hasilnya, struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi dan pendanaan. Sedangkan kepemilikan institusional berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan.

Keenam, penelitian yang dilakukan oleh Puspitanigias (2007) yang meneliti “Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden dan kebijakan hutang jangka panjang pada nilai perusahaan (studi pada perusahaan manufaktur yg terdaftar di BEJ periode 2002-2004)”. Variabel independen dalam penelitian ini yaitu: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden dan kebijakan hutang jangka panjang. Sedangkan nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Total sampel yang diperoleh sebanyak 39 perusahaan yang listing di BEJ selama periode 2002-2004. Metode analisis yang digunakan adalah regresi linear berganda. Adapun kesimpulan yang diperoleh dari penelitian ini yaitu: Permasalahan agensi tidak mempengaruhi nilai perusahaan karena sebagian besar dimiliki oleh perusahaan dan keluarganya dimana selain kepemilikan manajerial juga institusional. Ditemukan bahwa permasalahan yang terjadi antara pemilik dan pengelola cenderung adanya asimetri informasi.

Ketujuh, penelitian yang dilakukan oleh Kusuma (2008) yang meneliti “Pengaruh kebijakan hutang, kebijakan deviden dan *price earning ratio* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ 2002-2004”. Variabel independen dalam penelitian ini yaitu: kebijakan hutang, kebijakan deviden dan *price earning ratio*, sedangkan variabel dependennya yaitu: nilai perusahaan. Kesimpulan dari penelitian ini yaitu: 1) Secara simultan ada pengaruh yang signifikan antara variabel DER, DPR dan PER terhadap nilai perusahaan. 2) Secara parsial hanya DPR yang tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan demikian variabel kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan DER dan PER berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Selanjutnya, penelitian Rustendi, Tedi & Jimmi, Farid (2008) yang meneliti tentang “Pengaruh Hutang dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEJ”. Variabel independen dalam penelitian ini yaitu kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial. Sedangkan variabel independennya yaitu nilai perusahaan. Analisis yang digunakan dalam menguji pengaruh ini adalah regresi berganda. Hasil yang didapat diantaranya yaitu: secara simultan, hutang dan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan secara parsial, hutang tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Secara parsial, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Wardani, D.K & Hermuningsih, Sri (2011). Penelitian ini meneliti “Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai

Perusahaan dengan Kinerja Keuangan dan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening”. Dimana variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan institusional. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Sedangkan kinerja keuangan dan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Hasil yang didapatkan diantaranya yaitu: (1) struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. (2) Struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. (3) Kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. (4) Kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. (5) Tidak ada pengaruh antara struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang dan kinerja keuangan sebagai variabel *intervening*.

Penelitian yang kesepuluh dilakukan oleh Nuraina, Eva (2012). Dalam penelitian ini, penulis ingin mengetahui “Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan”. Variabel independen dalam penelitian ini yaitu kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan. Sedangkan kebijakan hutang dan nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Hasil dari uji pengaruh ini diantaranya yaitu: (1) Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. (2) Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. (3) Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. (4) Ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian kesebelas dilakukan oleh Asmawati dan Amanah, Lailatul (2013). Penelitian ini menguji “Pengaruh Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan: Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating”. Uji yang digunakan dalam penelitian ini adalah Model analisis yang digunakan yaitu uji nilai selisih mutlak. Hasil yang didapatkan antara lain: (1) Hanya kepemilikan manajerial yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. (2) Keputusan investasi dan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. (3) Profitabilitas sebagai variabel moderating tidak bisa memoderasi pengaruh antara struktur kepemilikan dan keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan

Penelitian kedua belas dilakukan oleh Sari, N. L (2016). Penelitian ini berjudul “Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Real Estate dan Property di BEI Periode 2010-2014”. Struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan institusional merupakan variabel independen. Sedangkan nilai perusahaan merupakan variabel dependen. Hasilnya, dapat diketahui bahwa: (1) Kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. (2) Kepemilikan manajerial berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Yayak Ardi Pranata Utama (2016) yang berjudul “Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi”. Hasil penelitian ini adalah profitabilitas terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan deviden terbukti tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, Ukuran perusahaan sama-sama tidak mampu

mempengaruhi (memoderasi) hubungan profitabilitas, *leverage*, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Penelitian terakhir yaitu penelitian oleh Izzah (2017). Penelitian ini mencoba untuk mengetahui “Pengaruh *Leverage* dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Pemoderasi”. Variabel yang diteliti dalam penelitian ini yaitu *leverage* dan profitabilitas sebagai variabel independen, nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Sedangkan ukuran perusahaan sebagai variabel pemoderasi. Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur menggunakan Partial Least Square (PLS). Kesimpulan dalam penelitian ini pertama yaitu, *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kedua, profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ketiga, ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Keempat, ukuran perusahaan mampu memoderasi secara negative hubungan *leverage* terhadap nilai perusahaan. Kelima, ukuran perusahaan mampu memoderasi secara negatif hubungan profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Tabel 2.1
Hasil Penelitian Terdahulu

No	Nama (Tahun)	Judul	Variabel Bebas	Variabel Terikat	Variabel Moderasi	Analisis Data	Hasil Penelitian
1.	Taswan dan Soliha (2002)	Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya	Kebijakan Hutang, <i>insider ownership</i> , profitabilitas dan <i>firm size</i>	Nilai Perusahaan		Analisis Regresi Berganda	Kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan <i>insider ownership</i> , profitabilitas dan <i>firm size</i> terbukti mempengaruhi nilai perusahaan. Kepemilikan manajemen mempunyai hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan
2.	Wahidahwati (2002)	Pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada kebijakan hutang perusahaan: sebuah perspektif <i>agency</i> teori	Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional	Kebijakan Hutang Perusahaan		Metode analisis yang digunakan adalah uji asumsi klasik, uji hipotesis dan analisis regresi berganda	Kepemilikan manajerial adalah faktor penting yang mempengaruhi kebijakan hutang. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

3.	Ismayati dan Hanafi (2003)	Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko, kebijakan hutang, dan kebijakan deviden: analisis secara simultan	Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Deviden			Analisis simultan	Pada variabel risiko terdapat hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. 2) variabel DPR mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. 3) variabel kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. 4) kepemilikan Institusional mempunyai hubungan positif dan signifikan.
4.	Sudarma, Made (2004)	Pengaruh struktur kepemilikan saham, faktor intern dan faktor ekstern terhadap struktur modal dan nilai perusahaan	Struktur kepemilikan, faktor intern dan ekstern	Struktur modal, Nilai perusahaan		Analisis Regresi Berganda	Kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif tidak signifikan dengan nilai perusahaan. kepemilikan institusional berhubungan negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

5.	Wahyudi, U & Pawestri, H.P (2006)	Implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening	Struktur kepemilikan (Kepemilikan manajerial dan Kepemilikan institusional)	Nilai perusahaan	Keputusan Keuangan (Keputusan investasi, Keputusan Pendanaan)	Analisi Jalur	Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Struktur kepemilikan institusional berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan. Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh baik secara langsung maupun melalui keputusan pendanaan.
6.	Puspitanigti as (2007)	Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden dan kebijakan hutang jangka panjang pada nilai perusahaan (studi pada perusahaan manufaktur yg terdaftar di BEJ periode	Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Deviden dan Kebijakan Hutang Jangka Panjang	Nilai Perusahaan		Metode analisis yang digunakan adalah regresi linear berganda.	Permasalahan agensi tidak mempengaruhi nilai perusahaan karena sebagian besar dimiliki oleh perusahaan dan keluarganya dimana selain kepemilikan manajerial juga institusional. Ditemukan bahwa permasalahan yang terjadi antara pemilik dan pengelola cenderung adanya asimetri informasi.

		2002-2004)					
7.	Kusuma (2008)	Pengaruh kebijakan hutang, kebijakan deviden dan price earning ratio terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ 2002-2004	Kebijakan Hutang, Kebijakan Deviden dan <i>Price Earning Ratio</i>	Nilai Perusahaan		Metode analisis yang digunakan adalah regresi linear berganda.	Kesimpulan dari penelitian ini yaitu: Secara simultan ada pengaruh yang signifikan antara variabel DER, DPR dan PER terhadap nilai perusahaan. Secara parsial hanya DPR yang tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan demikian variabel kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan DER dan PER berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan
8.	Rustendi, Tedi & Jimmi, Farid (2008)	Pengaruh Hutang dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEJ	Kebijakan Hutang, Kepemilikan Manajerial	Nilai Perusahaan		Analisis Regresi Berganda	Secara simultan, hutang dan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Secara parsial, hutang tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Secara parsial, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

9.	Wardani, D.K & Hermuningsih, Sri (2011)	Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan dan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening	Struktur Kepemilikan	Nilai Perusahaan	Kinerja Keuangan dan Kebijakan Hutang	Analisis Jalur	Struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tidak ada pengaruh antara struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang dan kinerja keuangan sebagai variabel intervening.
10.	Nuraina, Elva (2012)	Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan	Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan	Kebijakan Hutang, Nilai Perusahaan		Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah Uji T (Parsial) dan Uji F (Simultan)	Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

11.	Asmawati dan Amanah, Lailatul (2013)	Pengaruh Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan: Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating	Struktur Kepemilikan Keputusan Keuangan	Nilai Perusahaan	Profitabilitas	Model analisis yang digunakan yaitu uji nilai selisih mutlak.	Hanya kepemilikan manajerial yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi dan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas sebagai variabel moderating tidak bisa memoderasi pengaruh antara struktur kepemilikan dan keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan.
12.	Sari, N. L (2016)	Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Real Estate dan Property di BEI Periode 2010-2014	Struktur Kepemilikan	Nilai Perusahaan		Analisis Regresi Berganda	Kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

13.	Yayak Ardi Pranata Utama (2016)	Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran Perusahaan sebagai variabel moderasi	Kinerja Keuangan (DER, DPR, ROE), Ukuran perusahaan	Nilai Perusahaan		Metode pemelitan ini menggunakan teknik <i>moderate Regression Analysis (MRA)</i> dengan alat bantu SPSS versi 20	Profitabilitas terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, leverage terbukti berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan, kebijakan deviden terbukti tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dan ukuran perusahaan sama - sama tidak mampu mempengaruhi (memoderasi hubungan profitabilitas, <i>leverage</i> , kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan).
14.	Izzah (2017)	Pengaruh <i>Leverage</i> dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Pemoderasi	Leverage, Profitabilitas	Nilai Perusahaan	Ukuran Perusah-aaan	Analisis Jalur dengan PLS	Pertama, <i>leverage</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kedua, profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ketiga, ukuran perusahaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Keempat, ukuran perusahaan mampu memoderasi secara negative hubungan <i>leverage</i> terhadap nilai perusahaan. Kelima, ukuran perusahaan mampu memoderasi secara negatif hubungan profitabilitas terhadap nilai perusahaan

Sumber dari berbagai jurnal dan skripsi

2.2 Persamaan dan Perbedaan Penelitian

Dari beberapa penelitian terdahulu maka dapat diketahui persamaan dan perbedaan penelitian sebelumnya dengan penelitian ini. Adapun persamaan secara keseluruhan penelitian sebelumnya dengan penelitian ini yaitu sama-sama menggunakan variabel nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Selain itu ada beberapa penelitian yang menggunakan variabel independen yang sama yaitu kepemilikan manajerial dan institusional sebagai indikator dalam mengetahui return saham perusahaan. Hal ini bisa dilihat pada penelitian Wahyudi (2006) dimana variabel dependen dan independennya sama dengan penelitian ini. Penelitian ini juga terdapat persamaan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sudarma (2004). Akan tetapi dalam penelitian yang dilakukan oleh Sudarma menambahkan variabel lain selain kepemilikan saham pada variabel independen yaitu faktor *intern* dan *ekstern*.

Sedangkan perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah pada penelitian ini menggunakan *Moderating Regression Analysis* dalam menganalisis data penelitian, yaitu alat uji yang diperuntukkan untuk menguji variabel pemoderasi sehingga hasil yang diharapkan akan lebih akurat. Beberapa penelitian terdahulu yang telah dilakukan dalam menganalisis data menggunakan analisis jalur pada *SPSS* dan *PLS*. Hal ini bisa dilihat dalam penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh Wahyudi (2006) dan Izzah (2017) dimana analisis yang digunakan adalah analisis jalur menggunakan *SPSS* dan *PLS*. Selain itu perbedaan lain dari penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah pada objek penelitian dimana dalam penelitian ini menggunakan objek penelitian pada perusahaan

manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014 – 2016. Pembaharuan dalam penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah dalam penelitian ini menambahkan variabel moderasi yaitu kebijakan hutang.

2.3 Kajian Teoritis

2.3.1 Teori Agensi

Teori agensi/teori keagenan dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling tahun 1976. Dasar teori ini adalah hubungan antara principal dengan agen. Menurut Jensen dan Meckling (1976), hubungan keagenan muncul ketika seseorang atau lebih (prinsipal) mempekerjakan orang lain (agen) untuk melakukan suatu pekerjaan sesuai dengan kepentingan principal dengan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada agen.

Teori keagenan dapat dipandang sebagai suatu versi dari *game theory* (Mursalim, 2005), yang membuat suatu model kontraktual antara dua atau lebih orang (pihak), dimana salah satu pihak disebut *agent* dan pihak yang lain disebut prinsipal. Prinsipal mendelegasikan pertanggungjawaban atas *decision making* kepada agen, hal ini dapat pula dikatakan bahwa prinsipal memberikan suatu amanah kepada agen untuk melaksanakan tugas tertentu sesuai dengan kontrak kerja yang telah disepakati. Wewenang dan tanggung jawab agen maupun prinsipal diatur dalam kontrak kerja atas persetujuan bersama.

Hubungan antara prinsipal dan agen dalam teori agensi dapat dilihat secara luas dalam segala macam hubungan yang ada dalam organisasi termasuk di dalam sebuah perusahaan. Menurut Irfan (2002), dalam teori agensi, perusahaan

merupakan fokus hubungan keagenan antara pemilik perusahaan dengan manajemen. Di samping itu, hubungan keagenan dalam perusahaan juga melibatkan hubungan antara kreditur dengan manajemen perusahaan dimana masing-masing pihak dalam hubungan agensi memaksimalkan utilitasnya.

a. Hubungan Pemegang Saham dengan Manajemen

Manajemen dalam menjalankan operasi perusahaan harus mengutamakan kepentingan pemilik, yaitu meningkatkan nilai perusahaan dengan meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Akan tetapi manajemen sering mempunyai kepentingan yang berbeda dengan tujuan tersebut sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen atau lebih dikenal dengan masalah keagenan (*agency problem*).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajemen atas saham perusahaan kurang dari 100%. Kondisi seperti itu mendorong manajemen cenderung untuk mengejar kepentingan dirinya sendiri dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan karena risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham. Hal ini menjadikan manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya seperti peningkatan gaji dan status. Kondisi ini merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan.

Agency problem dapat timbul dari: pertama, perusahaan menghasilkan *free cash flow* yang besar, yaitu aliran kas bersih yang tidak dapat diinvestasikan kembali karena tidak ada kesempatan investasi yang *profitable* (Sudarma, 2004). *Free cash flow* yang besar dapat dimanfaatkan untuk tujuan perquisites oleh pihak manajemen. Kedua, *Leverage Buyout* (LBO). LBO adalah keadaan dimana manajemen bertindak untuk: 1) mengatur lini kredit, 2) melakukan penawaran atau *tender over* untuk membeli saham perusahaan yang sebelumnya tidak dimiliki oleh grup manajemen, dan 3) secara langsung mengendalikan dan memiliki perusahaan. Konflik antara manajemen dan pemegang saham muncul karena dalam praktek pembelian tersebut manajemen sering dipandang melakukan penawaran yang tidak wajar (Sudarma, 2004).

b. Hubungan Kreditur dengan Manajemen

Agency problem juga muncul antara kreditur (pemberi hutang), misalnya pemegang obligasi perusahaan (*bondholder*), dengan pemegang saham (*stockholder*) yang diwakili oleh manajemen perusahaan. Kreditur meminjamkan dana kepada perusahaan berdasarkan tingkat risiko perusahaan tersebut dengan faktor-faktor penentunya adalah: 1) tingkat risiko aset yang dimiliki perusahaan, 2) ekspektasi berkaitan dengan risiko penambahan aset di masa datang, 3) struktur modal yang dimiliki perusahaan, serta 4) ekspektasi berkaitan dengan perubahan struktur modal di masa depan.

Konflik antara kreditur dan manajemen muncul jika manajemen mengambil proyek-proyek yang risikonya lebih besar daripada yang

diperkirakan oleh kreditur atau perusahaan meningkatkan jumlah hutang hingga mencapai tingkatan yang lebih tinggi daripada yang diperkirakan oleh kreditur. Kedua tindakan tersebut akan meningkatkan risiko finansial *perusahaan* dan selanjutnya akan menurunkan nilai pasar hutang/obligasi perusahaan yang belum jatuh tempo. Kreditur dirugikan jika perusahaan mengambil proyek yang terlalu berisiko karena hal ini akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Di pihak lain jika proyek berisiko tinggi tersebut memberikan hasil yang bagus, maka kompensasi yang diterima kreditur (berupa bunga) tidak ikut naik (Sudarma, 2004).

c. Agency Cost

Untuk meyakinkan bahwa manajemen bekerja dengan sungguh-sungguh untuk kepentingannya, pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang disebut *agency cost* yang meliputi antara lain: pengeluaran untuk memonitor kegiatan manajemen, pengeluaran untuk membuat suatu struktur organisasi yang meminimalkan tindakan manajemen yang tidak diinginkan dan *oportunity cost*, yaitu biaya yang timbul akibat kondisi manajemen yang tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), *agency cost* tercermin dalam aktivitas berikut ini:

1. Pengeluaran untuk monitoring seperti biaya pemeriksaan akuntansi dan prosedur pengendalian internal.

2. Pengeluaran insentif sebagai kompensasi manajemen atas prestasi yang konsisten untuk memaksimalkan nilai perusahaan.
3. *Fidelity bond*, yaitu kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga dimana pihak ketiga, bonding company, setuju untuk membayar perusahaan jika manajemen berbuat tidak jujur sehingga menimbulkan kerugian bagi perusahaan.
4. *Golden parachute* dan *poison pill*, yaitu upaya yang dapat digunakan untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. *Golden parachute* adalah suatu kontrak antara manajemen dan pemegang saham untuk menjamin bahwa manajemen akan mendapat kompensasi apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain atau terjadi perubahan pengendalian perusahaan. Sedangkan *poison pill* adalah usaha pemegang saham agar perusahaan tidak diambil alih oleh perusahaan lain. Usaha ini dapat dilakukan dengan mengeluarkan hak penjualan saham pada harga tertentu atau mengeluarkan obligasi disertai dengan hak penjualan obligasi pada harga tertentu sehingga apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain, pembeli perusahaan wajib membeli saham dan obligasi pada harga yang telah ditentukan sebelumnya.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*. Pertama, dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen sehingga manajemen merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan kerugian yang timbul sebagai konsekuensi atas pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen

dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan demikian, kepemilikan saham oleh manajemen merupakan inisiatif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan menurunkan biaya keagenan (Wahidahwati, 2001). Kedua, dengan meningkatkan *devidend payout ratio* sehingga tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1989, dalam Wahidahwati, 2001). Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Hutang juga akan menurunkan *excess free cash flow* di dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen et al, 1992, dalam Wahidahwati, 2001). Keempat, dengan meningkatkan kepemilikan institusional. Adanya kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen (Wahidahwati, 2001).

2.3.2 Kepemilikan Manajerial

Pihak manajerial dalam satu perusahaan adalah pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan. Pihak-pihak tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan (Wahidahwati, 2001). Keberadaan manajemen dalam manajemen

perusahaan mempunyai latar belakang berbeda, antar lain: pertama, mereka mewakili pemegang saham institusi, kedua, mereka adalah tenaga-tenaga profesional yang diangkat oleh pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), atau ketiga, mereka duduk di jajaran manajemen perusahaan karena turut memiliki saham perusahaan.

Berdasarkan teori keagenan, hubungan antara manajemen dengan pemegang saham rawan untuk terjadinya masalah keagenan. Untuk mengurangi masalah keagenan tersebut salah satunya adalah dengan adanya kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Dengan kepemilikan tersebut, manajemen akan merasakan langsung dampak dari setiap keputusannya termasuk dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan (Wahidahwati, 2002).

Menurut Ittuiraga dan Sanz (2000) dalam Sabrina (2010), struktur kepemilikan manajerial dapat dari dua sudut pandang yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan keseimbangan (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan manajerial sebagai sebuah instrument atau alat untuk mengurangi konflik keagenan diantara beberapa klaim (*claim holder*) terhadap perusahaan. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara insider dan outsider melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal.

Semakin besar kepemilikan saham manajerial, maka pihak manajerial akan bekerja lebih proaktif dalam mewujudkan kepentingan pemegang saham dan

akhirnya akan meningkatkan kepercayaan, kemudian nilai perusahaan juga akan naik. Dengan kepemilikan manajerial yang besar maka akan ada kecenderungan tindakan manajer yang oportunistik. Hal ini karena manajer akan mencoba melakukan transfer kekayaan kepada diri sendiri dengan mengambil kebijakan yang membesar-besarkan nilai aktiva dan laba (Benson dan Davidson, 2008 dalam Warih Sulistyani 2010).

Kepemilikan saham manajerial diungkapkan melalui jumlah kepemilikan saham manajemen dan dewan komisaris dibagi dengan total saham perusahaan. Secara sistematis perhitungan tersebut dirumuskan sebagai berikut (Masdupi 2005):

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Kepemilikan saham manajerial} + \text{Komisaris}}{\text{Total keseluruhan saham perusahaan}}$$

2.3.3 Kepemilikan Institusional

Menurut Wahidahwati (2000:602) kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan institusi lainnya. Institusi biasanya dapat menguasai mayoritas saham karena mereka memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Oleh karena itu, pihak institusional dapat melakukan pengawasan terhadap kebijakan manajemen secara lebih kuat dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Moh'd et al., (1998:91) menyatakan bahwa peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja

manajemen diawasi secara optimal sehingga manajemen menghindari perilaku yang merugikan prinsipal.

Kepemilikan institusional memiliki kelebihan antara lain:

- a. Memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi.
- b. Memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

Kepemilikan institusional diungkapkan melalui jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Secara sistematis perhitungan kepemilikan institusional tersebut dirumuskan sebagai berikut (Masdupi 2005):

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Kepemilikan saham institusi}}{\text{Total keseluruhan saham yang beredar}}$$

Prinsip dasar yang tercantum di Al-Qur'an dan Al-Hadist sangat memperhatikan masalah perilaku ekonomi manusia dalam posisi manusia atas sumber material yang diciptakan Allah untuk manusia. Islam mengakui hak manusia untuk memiliki sendiri untuk konsumsi dan produksi namun tidak memberikan hak itu secara absolut. Al-Qur'an dengan jelas mengkritik tindakan merusak tanaman dan tenaga kerja. Konsep islam adalah membahas tentang kepemilikan mengenai barang konsumsi dan alat-alat produksi. (Qordowi, Yusuf

:1997 : 22). Kepemilikan adalah suatu ikatan seseorang dengan hak miliknya yang disahkan syariat. Kepemilikan berarti pula hak khusus yang didapatkan pemilik. Sehingga mempunyai hal yang menggunakan sejauh tidak melakukan pelanggaran pada garis-garis syariah. Menurut hukum dasar, yang dinamakan harta, sah dimiliki, kecuali harta-harta yang telah disiapkan untuk kepentingan umum misalnya wakaf dan fasilitas umum. Dalam islam kepemilikan diklasifikasikan menjadi 3 yaitu :

1. Kepemilikan pribadi (*al-milkiyat al-fardiyah/private property*)

Kepemilikan pribadi adalah hokum *shara'* yang berlaku bagi zat atau kegunaan tertentu, yang memungkinkan pemiliknya untuk memanfaatkan barang tersebut, serta memperoleh kompensasinya, baik karena diambil kegunaanya oleh orang lain seperti disewa ataupun karena dikonsumsi dari barang tersebut.

2. Kepemilikan Umum (*al-milkiyyat al-'ammah/public property*)

Kepemilikan umum adalah izin *al-shari'* kepada suatu komunitas untuk bersama-sama memanfaatkan benda, Sedangkan benda-benda yang tergolong kategori kepemilikan umum adalah benda-benda yang telah dinyatakan oleh *al-shari'* sebagai benda-benda yang dimiliki komunitas secara bersama-sama dan tidak boleh dikuasai oleh hanya seorang saja.

3. Kepemilikan Negara (*milkiyyat Al-Dawlah/State Private*)

Kepemilikan Negara adalah harta yang merupakan wewenang kaum muslimin/rakyat dan pengelolaannya menjadi wewenang khalifah/negara, dimana khalifah/negara berhak memberikan atau mengkhususkan kepada

sebagian kaum muslim/rakyat sesuai dengan ijtihadnya. Makna pengelolaan oleh khalifah ini adalah adanya kekuasaan yang dimiliki khalifah untuk mengelolanya. Kepemilikan negara ini meliputi semua jenis harta benda yang tidak dapat digolongkan ke dalam jenis harta milik umum (*al-milkiyyat al-'ammah/public property*) namun terkadang bisa digolongkan dalam jenis harta kepemilikan individu (*al-milkiyyat al-fardiyyah*).

Islam mencakup sekumpulan prinsip dan doktrin yang memedomani dan mengatur hubungan seorang muslim dengan Tuhan dan masyarakat. Dalam hal ini, Islam menyatukan aturan perilaku yang mengatur dan mengorganisir umat manusia baik dalam kehidupan spiritual maupun material. Dalam pandangan islam, pemilik asal semua harta dengan segala macamnya adalah Allah SWT karena Dialah Pencipta, Pengatur dan Pemilik segala yang ada di alam semesta ini :

وَلِلَّهِ مُلْكُ السَّمَاوَاتِ وَالْأَرْضِ وَمَا بَيْنَهُمَا يَخْلُقُ مَا يَشَاءُ وَاللَّهُ عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ قَدِيرٌ

Artinya : “Kepunyaan Allahlah kerajaan langit dan bumi dan apa yang diantara keduanya. Dia menciptakan apa yang dikehendakiNya. Dan Allah Maha Kuasa atas segala sesuatu” Sedangkan manusia adalah pihak yang mendapatkan kuasa dari Allah SWT untuk memiliki dan memanfaatkan harta tersebut .”(QS Al-Baqarah : 284)

الَّذِينَ يُؤْمِنُونَ بِالْغَيْبِ وَيُقِيمُونَ الصَّلَاةَ وَمِمَّا رَزَقْنَاهُمْ يُنْفِقُونَ

Artinya : “(yaitu) mereka yang beriman kepada yang gaib, yang mendirikan shalat dan menafkahkan sebahagian rezki yang Kami anugerahkan kepada mereka” (QS Al-Baqarah : 3)

Seseorang yang telah beruntung memperoleh harta, pada hakekatnya hanya menerima titipan sebagai amanat untuk disalurkan dan dibelanjakan sesuai dengan kehendak pemilik sebenarnya (Allah SWT), baik dalam pengembangan harta maupun penggunaannya. Sejak semula Allah telah menetapkan bahwa harta hendaknya digunakan untuk kepentingan bersama. Bahkan tidak berlebihan jika dikatakan ‘pada mulanya’ masyarakatlah yang berwenang menggunakan harta tersebut secara keseluruhan, kemudian Allah menganugerahkan sebagian darinya kepada pribadi-pribadi (dan instuti) yang mengusahakan perolehannya sesuai dengan kebutuhan masing-masing. Sehingga sebuah kepemilikan atas harta kekayaan oleh manusia baru dapat dipandang sah apabila telah mendapatkan izin dari Allah SWT untuk memilikinya. Ini berarti, kepemilikan dan pemanfaatan atas suatu harta haruslah didasarkan pada ketentuan-ketentuan shara’ yang tertuang pada *Al-Qur’an*, *Al-Sunnah*, *‘Ijma’* sahabat dan *Al-Qiyas* (Drs. Muhammad : 2004 : 69).

Dalam pespektif ekonomi Islam, investasi tidaklah bercerita tentang berapa keuntungan materi yang bisa didapatkan melalui aktivitas investasi, tapi ada beberapa faktor yang mendominasi motivasi investasi dalam Islam. Pertama, akibat implementasi mekanisme zakat maka aset produktif yang dimiliki seseorang pada jumlah tertentu (memenuhi batas nisab zakat) akan selalu dikenakan zakat, sehingga hal ini akan mendorong pemiliknya untuk mengelolanya melalui investasi. Berdasarkan argumentasi ini, aktivitas investasi pada dasarnya lebih dekat dengan perilaku individu atas kekayaan atau aset

mereka daripada perilaku individu atas simpanan mereka. Sehingga dapat disimpulkan bahwa sebenarnya ada perbedaan yang mendasar dalam perekonomian Islam dalam membahas perilaku simpanan dan investasi. Dalam Islam investasi bersumber dari harta kekayaan/aset daripada simpanan yang dalam investasi dibatasi oleh definisi bagian sisa dari pendapatan setelah dikurangi konsumsi.

Kedua, aktivitas investasi dilakukan lebih didasarkan pada motivasi sosial yaitu membantu sebagian masyarakat yang tidak memiliki modal namun memiliki kemampuan berupa keahlian dalam menjalankan usaha, baik dilakukan bersyarikat maupun dengan bagi hasil. Jadi dapat dikatakan bahwa investasi dalam Islam bukan hanya dipengaruhi faktor keuntungan materi, tapi juga sangat dipengaruhi oleh faktor syariah dan faktor sosial.

System perekonomian Islam yang berkaitan dengan pembagian hasil usaha harus ditentukan pada awal terjadinya kontrak kerja sama (akad), di mana yang ditentukan adalah porsi masing-masing pihak. Sebenarnya mekanisme perhitungan bagi hasil ini terdiri dari dua system:

- a. *Profit sharing*. Adalah perhitungan bagi hasil didasarkan depada total seluruh pendapatan yang diterima sebelum dikurangi dengan biaya-biaya yang telah dikeluarkan untuk memperoleh pendapatan tersebut.
- b. *Revenue sharing*. Adalah perhitungan bagi hasil didasarkan depada total seluruh pendapatan yang diterima sebelum dikurangi dengan biaya-biaya yang telah dikeluarkan untuk memperoleh pendapatan tersebut.

إِنَّ رَبَّكَ يَعْلَمُ أَنَّكَ تَقُومُ أَدْنَىٰ مِنْ ثُلُثِي اللَّيْلِ وَنِصْفَهُ وَثُلُثَهُ وَطَائِفَةٌ مِنَ الَّذِينَ مَعَكَ
 وَاللَّهُ يُقَدِّرُ اللَّيْلَ وَالنَّهَارَ عَلِمَ أَنْ لَنْ تُحْصُوهُ فَتَابَ عَلَيْكُمْ فَاقْرَءُوا مَا تَيَسَّرَ مِنَ الْقُرْآنِ
 عَلِمَ أَنْ سَيَكُونُ مِنْكُمْ مَرْضَىٰ وَآخَرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ
 وَآخَرُونَ يُعَاتِلُونَ فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَاقْرَءُوا مَا تَيَسَّرَ مِنْهُ وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَاقْرَءُوا
 اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا وَمَا تُقَدِّمُوا لِأَنْفُسِكُمْ مِنْ خَيْرٍ بِحَدِّهِ عِنْدَ اللَّهِ هُوَ خَيْرٌ وَأَعْظَمُ أَجْرًا
 وَاسْتَغْفِرُوا لِلَّهِ إِنَّ اللَّهَ عَفُورٌ رَحِيمٌ

Artinya : “ Sesungguhnya Tuhanmu mengetahui bahwasanya kamu berdiri (sembahyang) kurang dari dua pertiga malam, atau seperdua malam atau sepertiganya dan (demikian pula) segolongan dari orang-orang yang bersama kamu. Dan Allah menetapkan ukuran malam dan siang. Allah mengetahui bahwa kamu sekali-kali tidak dapat menentukan batas-batas waktu-waktu itu, maka Dia memberi keringanan kepadamu, karena itu bacalah apa yang mudah (bagimu) dari Al Quran. Dia mengetahui bahwa akan ada di antara kamu orang-orang yang sakit dan orang-orang yang berjalan di muka bumi mencari sebagian karunia Allah; dan orang-orang yang lain lagi berperang di jalan Allah, maka bacalah apa yang mudah (bagimu) dari Al Quran dan dirikanlah sembahyang, tunaikanlah zakat dan berikanlah pinjaman kepada Allah pinjaman yang baik. Dan kebaikan apa saja yang kamu perbuat untuk dirimu niscaya kamu memperoleh (balasan)nya di sisi Allah sebagai balasan yang paling baik dan yang paling besar pahalanya. Dan mohonlah ampunan kepada Allah; sesungguhnya Allah Maha Pengampun lagi Maha Penyayang. (QS. Al-Muzammil (73): 20)

2.3.4 Kebijakan Hutang Perusahaan

Menurut Setiawan dkk (2002), hutang didefinisikan sebagai salah satu alat pendanaan yang merupakan sebuah *contractual claim* atas *cash flow* perusahaan, menciptakan adanya potongan pembayaran pajak, mempunyai umur yang tetap dan mempunyai prioritas baik dalam periode operasi maupun dalam masa kebangkrutan. Klaim dalam hutang berarti kreditur berhak atas *cash flow* perusahaan debitur (biasanya berupa pembayaran bunga dan pokok pinjaman).

Hal ini berbeda dengan ekuitas dimana pemegang ekuitas berhak atas *residual cash flow* setelah perusahaan memenuhi semua kewajiban yang lain.

Kebijakan hutang dalam perusahaan merupakan kebijakan yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan jumlah hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa (Sartono, 1999). Berkaitan dengan struktur modal, salah satu isu paling penting yang dihadapi oleh para manajer keuangan adalah hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Perusahaan akan berusaha mencapai suatu tingkat struktur modal yang optimal dengan risiko paling kecil dengan memaksimalkan nilai perusahaan.

Menurut Indahwati (2003), fokus pembicaraan mengenai struktur modal adalah penggunaan hutang/*leverage*. Nilai perusahaan diharapkan meningkat apabila perusahaan mengubah struktur modalnya mencapai optimal melalui penggunaan hutang/*leverage* secara hati-hati. Dengan demikian struktur modal atau *leverage* diartikan sebagai posisi struktur modal perusahaan saat ini. Kompleksnya instrumen pendanaan dapat digunakan memecah konflik yang terjadi antara *bondholder* dengan pemegang saham perusahaan. Pada akhirnya instrumen hutang yang kompleks berperan sebagai fungsi monitoring yang mengurangi *agency cost*.

Trade off theory mengakui adanya struktur modal yang optimal dimana untuk mendapatkan nilai perusahaan yang maksimum bisa dicapai dengan struktur modal yang optimal (Chandra, 2006:171). Teori *Trade off* menjelaskan tentang penggunaan hutang yang akan meningkatkan nilai perusahaan hanya pada batas

tertentu. Setelah melewati batas, penggunaan hutang menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan risiko *financial distress* dan *agency cost*. Oleh karena itu, manajer harus berusaha menekan jumlah hutang serendah mungkin. Tindakan disisi lain tidak menguntungkan karena perusahaan hanya mengandalkan dana dari pemegang saham. Perusahaan tidak dapat berkembang cepat dibandingkan jika perusahaan juga menggunakan dana dari kreditur.

Dalam mengartikan rasio leverage, Kasmir (2012:113) menyatakan *leverage ratio* (rasio solvabilitas) merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana asset perusahaan dibiayai dengan hutang. Artinya, besarnya jumlah hutang yang digunakan perusahaan untuk membiayai kegiatan usahanya jika dibandingkan dengan modal sendiri. Rasio ini dapat melihat seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh hutang atau pihak luar dengan kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal (*equity*). Berdasarkan beberapa uraian di atas, maka dapat diketahui bahwa rasio leverage merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana asset perusahaan dibiayai dengan hutang sehingga dapat menggambarkan hubungan antara hutang perusahaan dengan modal maupun asset perusahaan.

Kasmir (2012:115) mengemukakan bahwa ada beberapa jenis rasio leverage dalam suatu perusahaan, diantaranya yaitu:

1. *Debt to asset ratio* (debt ratio)
2. *Debt to equity ratio*
3. *Long term to equity ratio*

4. *Tangible asset debt coverage*
5. *Current liabilities to net worth*
6. *Times interest earned*
7. *Fixed chared coverage*

Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan *Debt to equity ratio*. *Debt to equity ratio* digunakan sebagai proksi dari *leverage* berdasarkan penelitian yang dikemukakan oleh Fakrudin (2008:109) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki hutang lebih besar dari ekuitas dikatakan sebagai perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi.

Debt to equity ratio dicari dengan membandingkan antara seluruh hutang termasuk hutang lancar dengan total ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan. Dengan kata lain, rasio ini berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan hutang (Khasmir, 2012:158). Rumusan untuk mencari nilai *debt to equity ratio* dapat digunakan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan (Khasmir, 2012:158):

$$Debt\ to\ equity\ ratio = \frac{\text{Total Hutang (Debt)}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Dalam islam terdapat dua akad yaitu akad *musyarakah* dan akad *Al-Qard*. Pada perusahaan konvensional, kebutuhan dana atau modal bisa menggunakan akad *musyarakah*. *Musyarakah* adalah pembiayaan berdasarkan akad kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk suatu usaha tertentu, di mana masing-masing pihak memberikan kontribusi dana dengan ketentuan bahwa keuntungan dan resiko akan ditanggung bersama sesuai dengan kesepakatan.

قَالَ لَقَدْ ظَلَمَكَ بِسُؤَالٍ نَعَجْتِكَ إِلَىٰ نِعَاجِهِ وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لِيَبْغِيَ بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ وَظَنَّ دَاوُدُ أَنَّمَا فَتَنَّاهُ فَاسْتَغْفَرَ رَبَّهُ وَخَرَّ رَاكِعًا وَأَنَابَ

Artinya : Daud berkata: "Sesungguhnya dia telah berbuat lalim kepadamu dengan meminta kambingmu itu untuk ditambahkan kepada kambingnya. Dan sesungguhnya kebanyakan dari orang-orang yang berserikat itu sebahagian mereka berbuat lalim kepada sebahagian yang lain, kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan amal yang saleh; dan amat sedikitlah mereka ini". Dan Daud mengetahui bahwa Kami mengujinya; maka ia meminta ampun kepada Tuhannya lalu menyungkur sujud dan bertobat. "(QS AL-Shad : 24).

Hutang berkaitan dengan kebutuhan tambahan modal untuk operasional perusahaan. Perusahaan dapat mencari investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan atau menggunakan pihak ketiga untuk mendapatkan hutang. Pada akad *musyarakah* keuntungan yang didapatkan dibagi hasilkan kepada investor tersebut dan pembagian keuntungan tersebut harus sudah disepakati di awal perjanjian.

Al-Qard adalah suatu akad pinjaman kepada nasabah dengan ketentuan bahwa nasabah wajib mengembalikan dana yang diterimanya kepada LKS (Lembaga Keuangan Syariah) pada waktu yang telah disepakati oleh LKS dan nasabah.

Perusahaan Syari'ah dapat menggunakan akad *Al-Qard* untuk mendapatkan modal atau menggunakan hutang. Perusahaan syari'ah wajib mengembalikan jumlah pokok yang diterima dalam waktu yang telah disepakati dan tanpa bunga.

Dalam berhutang, seorang muslim mempunyai tatakrama. Berikut adalah beberapa hal yang dijadikan penekanan dalam hutang piutang tentang nilai-nilai

sopan santun yang berkaitan di dalamnya, ialah sebagai berikut: (Suhendi, 2013:98). Sesuai dengan QS. Al-Baqarah: 282

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ وَلَا يَأْب كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ فَلْيَكْتُبْ وَلْيُمْلِلِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئًا فَإِنْ كَانَ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ سَفِيهًا أَوْ ضَعِيفًا أَوْ لَا يَسْتَطِيعُ أَنْ يُمْلََّ هُوَ فَلْيُمْلِلْ وَلِيُّهُ بِالْعَدْلِ وَاسْتَشْهِدُوا شَهِيدَيْنِ مِنْ رِجَالِكُمْ فَإِنْ لَمْ يَكُونَا رَجُلَيْنِ فَرَجُلٌ وَامْرَأَتَانِ مِمَّنْ تَرْضَوْنَ مِنَ الشُّهَدَاءِ أَنْ تَضِلَّ إِحْدَاهُمَا فَتُذَكَّرَ إِحْدَاهُمَا الْأُخْرَىٰ وَلَا يَأْبُ الشُّهَدَاءُ إِذَا مَا دُعُوا وَلَا تَسْأَمُوا أَنْ تَكْتُبُوهُ صَغِيرًا أَوْ كَبِيرًا إِلَىٰ أَجَلِهِ ذَلِكُمْ أَقْسَطُ عِنْدَ اللَّهِ وَأَقْوَمُ لِلشَّهَادَةِ وَأَدْنَىٰ أَلَّا تَرْتَابُوا إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً حَاضِرَةً تُدِيرُونَهَا بَيْنَكُمْ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَلَّا تَكْتُبُوهَا وَأَشْهِدُوا إِذَا تَبَايَعْتُمْ وَلَا يُضَارَّ كَاتِبٌ وَلَا شَهِيدٌ وَإِنْ تَفَعَّلُوا فَإِنَّهُ فُسُوقٌ بِكُمْ وَاتَّقُوا اللَّهَ وَيُعَلِّمُكُمُ اللَّهُ وَاللَّهُ بِكُلِّ شَيْءٍ عَلِيمٌ

Artinya: "Hai orang-orang yang beriman, apabila kamu bermu'amalah tidak secara tunai untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu menuliskannya. Dan hendaklah seorang penulis di antara kamu menuliskannya dengan benar. Dan janganlah penulis enggan menuliskannya sebagaimana Allah mengajarkannya, maka hendaklah ia menulis, dan hendaklah orang yang berhutang itu mengimlakkan (apa yang akan ditulis itu), dan hendaklah ia bertakwa kepada Allah Tuhannya, dan janganlah ia mengurangi sedikitpun daripada hutangnya. Jika yang berhutang itu orang yang lemah akalnya atau lemah (keadaannya) atau dia sendiri tidak mampu mengimlakkan, maka hendaklah walinya mengimlakkan dengan jujur. Dan persaksikanlah dengan dua orang saksi dari orang-orang lelaki (di antaramu). Jika tak ada dua orang lelaki, maka (boleh) seorang lelaki dan dua orang perempuan dari saksi-saksi yang kamu ridhai, supaya jika seorang lupa maka yang seorang mengingatkannya. Janganlah saksi-saksi itu enggan (memberi keterangan) apabila mereka dipanggil; dan janganlah kamu jemu menulis hutang itu, baik kecil maupun besar sampai batas waktu membayarnya. Yang demikian itu, lebih adil di sisi Allah dan lebih menguatkan persaksian dan lebih dekat kepada tidak (menimbulkan) keraguanmu. (Tulislah mu'amalahmu itu), kecuali jika mu'amalah itu perdagangan tunai yang kamu jalankan di antara kamu, maka tidak ada dosa bagi kamu, (jika) kamu tidak menulisnya. Dan persaksikanlah apabila kamu berjual beli; dan janganlah penulis dan saksi saling sulit menyulitkan. Jika

kamu lakukan (yang demikian), maka sesungguhnya hal itu adalah suatu kefasikan pada dirimu. Dan bertakwalah kepada Allah; Allah mengajarmu; dan Allah Maha Mengetahui segala sesuatu.”(QS. Al Baqarah: 282).

Dari ayat tersebut dijelaskan supaya hutang piutang dikuatkan dengan tulisan dari pihak berhutang dengan disaksikan dua orang saksi laki-laki atau dengan saksi seorang laki-laki dengan dua orang saksi wanita. Untuk dewasa ini, tulisan tersebut dibuat di atas kertas bersegel atau bermaterai.

- a. Pinjaman hendaknya didasarkan atas dasar kebutuhan yang mendesak disertai niat dalam hati akan membayar atau mengembalikannya.
- b. Pihak berpiutang hendaknya berniat memberikan pertolongan kepada pihak yang berhutang. Bila yang meminjam tidak mampu mengembalikan, maka yang berpiutang hendaknya membebaskannya.
- c. Pihak yang berhutang bila sudah mampu membayar pinjaman, hendaknya dipercepat pembayaran hutangnya karena lalai dalam pembayaran hutangnya berarti berbuat zalim.

2.3.5 Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham. Tujuan akhir yang harus dicapai dari keseluruhan keputusan keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimalisasi nilai perusahaan. (Sartono, 1994:6). Menurut Sartono, nilai perusahaan yang *go public* ditunjukkan oleh harga pasar saham. Apabila harga pasar saham meningkat berarti nilai perusahaan meningkat pula. Sedangkan untuk perusahaan yang tidak *go public*, nilai perusahaan dapat

diukur dengan harga jual seandainya perusahaan tersebut akan dijual yang tidak hanya mencerminkan nilai asset perusahaan tetapi meliputi tingkat risiko usaha, prospek perusahaan, manajemen, lingkungan usaha dan faktor-faktor lainnya (Margaretha, 2005:1). Berikut ini adalah tiga konsep dalam nilai perusahaan, yaitu:

- a. Nilai buku per lembar saham biasa adalah aktiva bersih yang dimiliki oleh pemegang saham dengan memiliki satu lembar saham (Hartono, 2013:124).
Sehingga nilai buku per lembar saham merupakan kekayaan bersih ekonomis dibagi dengan jumlah lembar saham yang beredar. Kekayaan bersih ekonomis adalah selisih total aktiva dengan total kewajiban. Sedangkan harga pasar adalah harga yang terbentuk di pasar jual beli saham (Halim, 2005:20).
- b. Nilai pasar merupakan harga saham yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar (Hartono, 2013:130). Nilai pasar yang benar akan dibayar untuk selembarnya saham, bias lebih atau bias kurang dari nilai buku saham karena nilai pasar tergantung pada laba.
- c. Nilai instrinsik adalah nilai saham yang seharusnya terjadi, yang banyak ditemukan dalam kepustakaan tentang investasi pasar .

Dari ketiga konsep nilai tersebut merupakan hal yang perlu dan berguna, karena dapat digunakan untuk mengetahui saham-saham mana yang bertumbuh dan murah. Dengan mengetahui nilai buku dan nilai pasar, pertumbuhan perusahaan dapat diketahui (Hartono, 2013:121). Nilai buku saham sangat

menentukan nilai pasar saham yang bersangkutan. Oleh karena itu, sebelum investor memutuskan untuk membeli atau menjual saham, mereka harus memperhatikan nilai buku saham yang bersangkutan dan membandingkan dengan harga yang ditawarkan. Nilai buku saham mencerminkan nilai perusahaan, dan nilai perusahaan tercermin pada nilai kekayaan bersih ekonomis yang dimilikinya. Nilai buku saham bersifat dinamis, tergantung pada perubahan nilai kekayaan bersih ekonomis pada suatu saat.

Investor sangat berkepentingan terhadap harga pasar dan nilai intrinsik sebagai dasar pengambilan keputusan membeli atau menjual saham agar mengetahui saham-saham yang murah, tepat nilainya atau mahal. Secara sederhana dapat dinyatakan bahwa, apabila harga pasar terlalu rendah dari nilai instrinsiknya, maka saham tersebut layak untuk dijual karena dinilai terlalu tinggi. Sebaliknya, apabila harga pasar terlalu rendah dari nilai intrinsiknya, maka saham tersebut layak untuk dibeli karena dinilai terlalu rendah (Halim, 2005:20).

Rasio nilai pasar menghubungkan harga saham perusahaan dengan laba dan nilai buku per saham. Rasio ini memberikan manajemen petunjuk mengenai apa yang dipikirkan investor atas kinerja perusahaan di masa lalu serta prospek di masa yang akan datang. Jika rasio likuiditas, manajemen aktiva, manajemen utang, dan profitabilitas baik, maka kemudian rasio nilai pasar menjadi tinggi, dan harga saham akan setinggi yang diharapkan (Brigham dan Houston, 2001:91).

Rasio nilai perusahaan yang digunakan adalah dengan persamaan sebagai berikut:

$$Price\ Book\ Value\ (PBV) = \frac{\text{Harga Pasar Saham}}{BV}$$

Keterangan:

PBV: Harga Buku Saham

BV (*Book Value*) : Nilai Buku

BV adalah jumlah per lembar saham yang harus diterima jika semua aktiva perusahaan dijual pada nilai buku dan jika hasil yang tersisa setelah membayar kewajiban dibagi diantara pemegang saham biasa (Sundjaja dan Berlian, 2002:109).

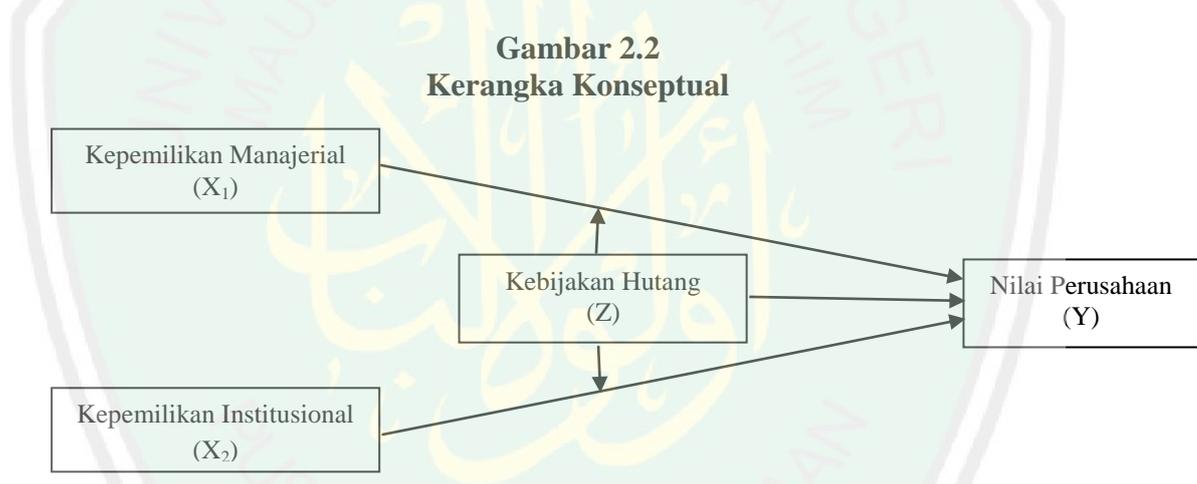
Menurut Damodaran (2001) dalam Hidayati (2010), Price to Book Value (PBV) mempunyai beberapa keunggulan sebagai berikut:

1. Nilai buku mempunyai intuitif yang relatif stabil yang dapat diperbandingkan dengan harga pasar. Investor yang kurang percaya dengan metode *discounted cash flow* dapat menggunakan PBV sebagai perbandingan
2. Nilai buku memberikan standar akuntansi yang konsisten untuk semua perusahaan. PBV dapat diperbandingkan antara perusahaan-perusahaan yang sama sebagai petunjuk adanya *under* dan *overvaluation*.

3. Perusahaan-perusahaan dengan *earnings negative*, yang tidak bisa dinilai dengan menggunakan price earning ratio (PER) dapat dievaluasi menggunakan PBV.

2.4 Kerangka Konseptual

Berdasarkan uraian yang telah dikemukakan di atas dan kajian dalam pustaka, maka dapat dirumuskan melalui kerangka berpikir sebagai berikut:



Berdasarkan kerangka konseptual di atas, dapat diketahui bahwa variabel independen dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial dan institusional. Variabel moderasi adalah kebijakan hutang. Sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Berdasarkan teori yang sudah disampaikan, hubungan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan berbanding lurus. Hal ini bisa diartikan bahwa, apabila kepemilikan manajerial semakin besar maka nilai perusahaan juga cenderung naik dikarenakan pihak manajerial akan bekerja lebih

produktif dalam mewujudkan kepentingan pemegang saham. teori (Benson dan Dan Davidson 2008, dalam Warih Sulistiyani 2010).

Sedangkan kepemilikan institusional berfungsi sebagai pengawas terhadap kebijakan manajemen perusahaan yang menyebabkan pihak manajemen menghindari perilaku yang merugikan principal dan pemegang saham lainnya. Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitoring manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal, sehingga diindikasikan akan meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang. (Jensen dan Meckling, 1976). Penelitian yang mendukung teori tersebut adalah penelitian yang dilakukan oleh Penelitian tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan telah dilakukan oleh beberapa peneliti di Indonesia. Penelitian Sudarma (2004) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian Wahyudi (2006) menghasilkan kesimpulan bahwa struktur kepemilikan baik manajerial maupun institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Begitupun juga penelitian Nuraina (2012) yang mengemukakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Asmawati (2013) menyebutkan bahwa diantara struktur kepemilikan saham perusahaan, hanya kepemilikan manajerial saja yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Adapun kebijakan hutang bisa berdampak baik bagi nilai perusahaan pada batasan tertentu. Apabila melebihi batasan yang telah ditentukan, maka bisa jadi

menurunkan nilai perusahaan yang disebabkan persepsi para investor akan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang. Teori tersebut didukung penelitian yang dilakukan oleh penelitian Sudarma (2004) yang meneliti pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian membuktikan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Penelitian Kusuma (2008) yang menyebutkan bahwa kebijakan hutang secara parsial berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Begitupun juga penelitian yang dilakukan oleh Izzah (2017) yang mendapatkan hasil bahwa kebijakan hutang mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

2.5 Hipotesis Penelitian

2.5.1 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Pada teori keagenan, yang disebut sebagai prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud dengan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Manajer yang ditunjuk oleh pemegang saham seharusnya bertindak untuk kepentingan para pemegang saham, akan tetapi dalam hal ini ternyata sering terjadi konflik antara manajemen dengan pemegang saham. Konflik tersebut disebabkan oleh adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling dalam Indahningrum (2009:191) disebutkan bahwa masalah keagenan akan terjadi apabila porsi proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100%, sehingga manajer akan cenderung mengejar kepentingan dirinya sendiri dan sudah tidak berdasarkan maksimalisasi nilai perusahaan. Semakin besar kepemilikan saham manajerial,

maka pihak manajerial akan bekerja lebih proaktif dalam mewujudkan kepentingan pemegang saham dan akhirnya akan meningkatkan kepercayaan, kemudian nilai perusahaan juga akan naik.

Adanya kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Kepemilikan saham oleh pihak manajemen merupakan inisiatif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Penelitian Wahyudi (2006) meneliti pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap nilai perusahaan menyatakan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung. Sedangkan penelitian Agustina (2009) menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan deviden perusahaan.

Berdasarkan uraian hasil penelitian-penelitian terdahulu maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan manajerial, maka semakin besar pula nilai perusahaannya.

2.5.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitoring manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal, sehingga diindikasikan akan meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Peningkatan saham

kepemilikan institusional merupakan salah satu monitoring yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency conflict* (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan kata lain, peningkatan kepemilikan institusional akan menggantikan peranan kepemilikan manajerial dalam rangka meminimalkan *agency cost* dalam perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan persentase kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajemen diawasi secara optimal sehingga manajemen menghindari perilaku yang merugikan principal (hanafi dan Ismiyanti, 2003).

Seperti halnya kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional juga sudah banyak diteliti oleh beberapa peneliti di Indonesia. Penelitian Sudarma (2004) meneliti pengaruh struktur kepemilikan dan struktur modal terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif tidak signifikan dengan nilai perusahaan. Anggraeni (2011) juga menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial, institusional dan kebijakan deviden berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian hasil penelitian-penelitian terdahulu maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan institusional, maka semakin besar pula nilai perusahaannya.

2.5.3 Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Trade off theory mengakui adanya struktur modal yang optimal dimana untuk mendapatkan nilai perusahaan yang maksimum bisa dicapai dengan struktur

modal yang optimal (Chandra, 2006:171). Teori *Trade off* menjelaskan tentang penggunaan hutang yang akan meningkatkan nilai perusahaan hanya pada batas tertentu. Setelah melewati batas, penggunaan hutang menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan risiko *financial distress* dan *agency cost*. Oleh karena itu, manajer harus berusaha menekan jumlah hutang serendah mungkin. Tindakan disisi lain tidak menguntungkan karena perusahaan hanya mengandalkan dana dari pemegang saham. Perusahaan tidak dapat berkembang cepat dibandingkan jika perusahaan juga menggunakan dana dari kreditur.

Taswan dan Soliha (2002) menyatakan bahwa kebijakan hutang memiliki pengaruh yang positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Rustendi dan Jimmi (2008) menyatakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian hasil penelitian-penelitian terdahulu maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H3: Kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin besar kebijakan hutang yang melebihi batas, maka semakin kecil nilai perusahaannya.

2.5.4 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Pemoderasi

Perusahaan sangat rentan terhadap terjadinya konflik keagenan. Konflik keagenan dapat terjadi antara manajemen dengan pemegang saham serta antara

kreditur dengan pemegang saham. Konflik keagenan dapat diatasi antara lain melalui mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan masing-masing pihak. Namun mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan *agency cost*. Kepemilikan manajerial merupakan salah satu upaya yang dapat digunakan untuk mengatasi konflik keagenan dan mengurangi *agency cost*. Taswan (2003) menyatakan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan mensejajarkan kepentingan manajerial dengan pemegang saham. Adanya kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan-keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (Wahidahwati, 2002). Adanya bagian saham yang dimiliki oleh manajemen akan membuat manajemen merasa ikut memiliki perusahaan, sehingga mereka akan berupaya untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Kebijakan Hutang juga merupakan salah satu cara untuk mengurangi *agency cost*. *Trade off theory* mengakui adanya struktur modal yang optimal dimana untuk mendapatkan nilai perusahaan yang maksimum bisa dicapai dengan struktur modal yang optimal (Chandra, 2006:171). Teori *Trade off* menjelaskan tentang penggunaan hutang yang akan meningkatkan nilai perusahaan hanya pada batas tertentu. Setelah melewati batas, penggunaan hutang menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan risiko *financial distress* dan *agency cost*. Oleh karena itu,

manajer harus berusaha menekan jumlah hutang serendah mungkin. Tindakan disisi lain tidak menguntungkan karena perusahaan hanya mengandalkan dana dari pemegang saham. Perusahaan tidak dapat berkembang cepat dibandingkan jika perusahaan juga menggunakan dana dari kreditur.

Semakin besar kepemilikan saham manajerial, maka pihak manajerial akan bekerja lebih proaktif dalam mewujudkan kepentingan pemegang saham dan akhirnya akan meningkatkan kepercayaan, kemudian nilai perusahaan juga akan naik. Menurut Jensen dan Meckling (1976), jika manajemen memiliki kepemilikan saham yang tinggi dalam perusahaan, maka investor akan mengurangi tingkat hutang secara optimal sehingga akan mengurangi biaya keagenan hutang. Manajemen akan menggunakan hutang pada tingkatan yang dapat menimbulkan risiko terkecil. Hal ini berarti jika semakin tinggi penggunaan hutang dalam suatu perusahaan, maka kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen akan semakin rendah, karena pihak manajemen menggunakan hutang meningkatkan penggunaan hutang pada tingkatan yang menimbulkan resiko tinggi untuk mengurangi *agensi cost*. Dengan rendahnya kepemilikan yang dimiliki manajemen dalam suatu perusahaan, maka manajemen cenderung untuk bertindak mengejar kepentingan dirinya sendiri dan sudah tidak berdasarkan memaksimalkan nilai dalam mengambil keputusan pendanaan, dan pada akhirnya akan menurunkan kepercayaan, dan dapat menurunkan nilai perusahaan.

Penelitian Wahidahwati (2002) dan Hanafi dan Ismiyanti (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hasil ini mengindikasikan bahwa kebijakan hutang tidak

dipengaruhi oleh faktor non keuangan, yaitu kepemilikan manajerial. Hasil ini juga mengindikasikan bahwa semakin meningkatnya hutang akan memperkecil jumlah pajak yang akan dibayarkan perusahaan sehingga penggunaan hutang akan menguntungkan.

Adapun hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan dijabarkan dengan beberapa penelitian berikut. Muslimin (2004) dalam penelitiannya menyatakan bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian Taswan (2003) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Edy Suranta dan Mas'ud Machfoedz (2003) mengungkapkan dalam penelitiannya bahwa struktur kepemilikan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Selain kepemilikan manajerial, penelitian tentang kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan juga pernah dilakukan. Sudarma (2004) juga menemukan bukti bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian hasil penelitian-penelitian terdahulu maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H4 : Kebijakan hutang dapat memoderasi pengaruh antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Ada pengaruh negatif (memperlemah) kebijakan hutang dalam memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kebijakan hutang maka menunjukkan menurunkan kepemilikan saham manajerial dan mengakibatkan nilai perusahaan menurun.

2.5.5 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Pemoderasi

Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitoring manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal, sehingga diindikasikan akan meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Peningkatan saham kepemilikan institusional merupakan salah satu monitoring yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency conflict* (Jensen dan Meckling, 1976).

Ismiyanti dan Hanafi (200:264) menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan serta penggunaan hutang oleh manajer. Adanya kontrol ini menyebabkan manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya financial distress dan risiko kebangkrutan. Sebaliknya jika penggunaan hutang tinggi dalam suatu perusahaan, maka semakin lemah control internal terhadap perusahaan dikarenakan semakin menunjukkan semakin rendah kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan. Lemahnya control internal terhadap perusahaan ini tidak dapat mengantisipasi penggunaan hutang yang besar oleh pihak manajemen, yang mana penggunaan hutang pada tingkatan tertentu akan semakin besar resiko perusahaan dan berdampak pada turunnya nilai perusahaan.

Hasil studi Moh'd *et al* (1998) dalam Masdupi (2005:60) menemukan bukti bahwa kepemilikan institusional mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap *debt ratio*. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan

menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh investor institusional sehingga dapat mengurangi perilaku oportunistik manajer. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan mengurangi biaya keagenan sehingga diharapkan variabel ini memiliki koefisien negatif dengan rasio hutang.

Adapun penelitian tentang kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan juga sudah banyak diteliti. Penelitian Sudarma (2004) yang meneliti pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan menemukan bukti bahwa struktur modal mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini mungkin disebabkan bahwa rata-rata perusahaan di Indonesia sudah terlalu besar menggunakan hutang dalam struktur modal melampaui tingkat optimumnya. Selain itu hasil penelitian ini juga menunjukkan adanya pengaruh faktor non keuangan (kepemilikan manajerial dan institusional) terhadap kebijakan hutang perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, maka untuk meneliti pengaruh kepemilikan institusional dan struktur modal terhadap nilai perusahaan dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5 : Kebijakan hutang dapat memoderasi pengaruh antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Ada pengaruh negative (memperlemah) kebijakan hutang dalam memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kebijakan hutang maka dapat menurunkan kepemilikan saham institusional dan berdampak pada turunnya nilai perusahaan.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis dan Pendekatan Penelitian

Metodologi penelitian yang digunakan pada penelitian ini adalah metode *kuantitatif*. Metode *kuantitatif* adalah metode penelitian berdasarkan filsafat positivisme, digunakan untuk menguji populasi atau sampel tertentu, teknik pengumpulan data biasanya dilakukan secara random, pengumpulan data menggunakan instrument penelitian, analisis data berupa kuantitatif/statistik dengan tujuan menguji hipotesis yang telah ditetapkan (Sugiyono, 2013:14).

Dalam penelitian ini, pendekatan yang digunakan adalah pendekatan *kuantitatif*. Pendekatan *kuantitatif* adalah pendekatan yang menggunakan data dalam bentuk angka dalam analisis statistik. Variabel ini bertujuan untuk mencari pengaruh variabel tertentu terhadap variabel lainnya. Berdasarkan tingkat penjelasan dari variabelnya maka penelitian ini bersifat *asosiatif kausal*, yaitu penelitian yang mencari hubungan (pengaruh) sebab akibat, yaitu variabel independent/variabel yang mempengaruhi (X) terhadap variabel dependen yang dipengaruhi (Y) (Suharyadi, 2009:56)

Dalam penelitian ini terdapat variabel independent (X) Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional, Variabel Z yaitu kebijakan hutang, dan variabel dependent yaitu nilai perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan perusahaan manufaktur.

3.2 Lokasi dan Objek Penelitian

3.2.1 Lokasi Penelitian

Lokasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan pengambilan data dari internet <http://www.idx.co.id/>

3.2.2 Objek Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang akan diambil adalah perusahaan yang telah *go public* yaitu perusahaan manufaktur. Sedangkan periode penelitian ini adalah tahun 2014-2015.

3.3 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebanyak 150 perusahaan. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor manufaktur selama 3 tahun terakhir yaitu tahun 2014-2016. Sedangkan teknik yang digunakan adalah teknik purposive sampling, Penentuan teknik sampel pada penelitian ini didasarkan beberapa kriteria. Penentuan kriteria tersebut adalah :

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode penelitian (tahun 2014-2016)
2. Perusahaan manufaktur yang menyediakan data laporan keuangan selama periode penelitian (tahun 2014-2016)

3. Perusahaan manufaktur yang konsisten terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode penelitian (tahun 2014-2016)
4. Perusahaan manufaktur yang menyediakan data laporan keuangan yang memiliki Kepemilikan manajerial dan Kepemilikan Institusional selama periode penelitian (tahun 2014-2016)

Tabel 3.1
Prosedur Penentuan Sampel

Kriteria Sampel	
Populasi Perusahaan Manufaktur	150
Dikurangi;	
- <i>Delisting</i> selama periode pengamatan	(6)
- Tidak mempunyai kepemilikan manajerial dan institusional selama periode pengamatan	(117)
Total jumlah sampel	27

Sumber : www.idx.co.id

Berdasarkan kriteria di atas maka diperoleh 27 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014-2016.

Tabel 3.2
Sampel Perusahaan Manufaktur

NO	KODE	NAMA PERUSAHAAN
1	ALDO	Alkindo Naratama Tbk
2	ALTO	Tri Banyan Tirta Tbk
3	ARGO	Argo Pantes Tbk
4	ASII	Astra International Tbk
5	BTON	Beton Jaya Manunggal Tbk
6	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara
7	GJTL	Gajah Tunggal Tbk
8	HDTX	Panasia Indo Resources Tbk d.h Panasia Indosyntec Tbk
9	INCI	Intan Wijaya International Tbk
10	INDS	Indospring Tbk
11	LION	Lion Metal Works Tbk
12	LMPI	Langgeng Makmur Industry Tbk
13	LMSH	Lionmesh Prima Tbk
14	NIKL	Pelat Timah Nusantara Tbk
15	NIPS	Nippres Tbk
16	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk
17	PRAS	Prima alloy steel Universal Tbk
18	PTSN	Sat Nusa Persada Tbk
19	PYFA	Pyridam Farma Tbk
20	SKLT	Sekar Laut Tbk
21	SRSN	Indo Acitama Tbk
22	SSTM	Sunson Textile Manufacturer Tbk
23	STTP	Siantar Top Tbk
24	SULI	SLJ Global Tbk d.h Sumalindo Lestari Jaya Tbk
25	TBMS	Tembaga Mulia Semanan Tbk
26	TCID	Mandom Indonesia Tbk
27	ULTJ	Ultrajaya Milk Industry and Trading Company Tbk

3.4 Data dan Jenis Data

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data kuantitatif. Data kuantitatif adalah data yang berbentuk angka atau bilangan yang dapat diolah atau dianalisis dengan menggunakan teknik perhitungan matematika atau statistika. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data

sekunder merupakan data yang diperoleh dari luar obyek penelitian dimana data tersebut berupa informasi yang sudah jadi dan siap digunakan sesuai dengan kebutuhan peneliti. Data sekunder dalam penelitian ini adalah *Kepemilikan Manajerial*, *Kepemilikan Institusional*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Price Book Value (PBV)*, dimana data-data tersebut bersumber dari laporan keuangan dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2014-2016.

3.5 Teknik Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Metode dokumentasi adalah teknik pengumpulan data dengan menggunakan dokumen tertulis. Dokumen tertulis berasal dari laporan keuangan perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini.

3.6 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

a. Variabel Terikat (*Dependent Variabel*)

Dalam penelitian ini yang digunakan dalam variabel terikat adalah Nilai Perusahaan. Nilai perusahaan didefinisikan sebagai persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber dayanya pada tahun t yang tercermin pada harga pasar saham tahun $t+1$. Pengukuran variabel nilai perusahaan adalah rasio harga pasar saham akhir tahun $t+1$ dengan nilai buku per lembar saham pada neraca akhir tahun t .

pengukuran ini sesuai dengan pengukuran dalam penelitian Indahwati (2003) dan Sudarma (2004).

$$\text{Market to Book Value} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per Share}}$$

b. Variabel Bebas (*Independent Variabel*)

Variabel bebas dalam penelitian ini terdiri dari:

1) Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh manajemen pada akhir tahun. Pengukuran ini sesuai dengan yang digunakan dalam penelitian Wahidahwati (2001).

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah Saham manajemen+Komisaris}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

2) Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah pemegang saham dari pihak institusional seperti bank, lembaga asuransi, perusahaan investasi dan institusi lainnya. Variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang

dimiliki oleh institusi pada akhir tahun. Pengukuran ini sesuai dengan yang digunakan dalam penelitian Wahidahwati (2001).

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah Saham Pihak Institusi}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

c. Variabel Moderasi

Variabel pemoderasi dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang. Kebijakan hutang mencerminkan sejauh mana perusahaan didanai oleh hutang. Kebijakan hutang diukur dengan membagi jumlah hutang jangka panjang dengan jumlah hutang jangka panjang dan ekuitas saham biasa. Rasio ini digunakan sebagai *proxy* kebijakan hutang perusahaan. Pengukuran variabel ini sesuai dengan pengukuran yang digunakan dalam Wahidahwati (2001).

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

3.7 Analisis Data

Analisis pengaruh kepemilikan saham terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang ini menggunakan rumus-rumus rasio antara lain:

- a. Kepemilikan Manajerial
- b. Kepemilikan Institusional
- c. *Debt to Equity Ratio (DER)*
- d. *Price Book Value (PBV)*

3.7.1 Uji Asumsi Klasik

Model regresi berganda (*Multiple Regression*) dapat disebut model yang baik jika model tersebut memenuhi beberapa asumsi yang disebut asumsi klasik. Proses pengujian asumsi klasik dilakukan bersama dengan proses regresi, sehingga langkah-langkah yang dilakukan dalam pengujian asumsi klasik menggunakan langkah kerja yang sama dengan uji regresi.

Dalam penelitian ini menggunakan empat buah alat uji, diantaranya :

1. Uji Normalitas data

Uji Normalitas bertujuan untuk menguji apakah data tersebut berdistribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah data yang memiliki distribusi normal atau mendekati normal (Ghozali, 2001:74). Gozali (2007:149) menyatakan bahwa untuk mendeteksi normalitas data dapat dilihat dari penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik (*output SPSS Regression : Normal P-Plot of Regression Standardized Residual*). Dasar pengambilan keputusan dalam uji normalitas dengan menggunakan grafik *P-P Plot* menurut Santoso (2002:214) adalah sebagai berikut:

- a) Apabila data tersebut disekitar garis diagonal atau mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi klasik.
- b) Apabila data menyebar jauh dari atas garis diagonal atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi klasik.

2. Uji Heterokedastisitas

Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terjadi perbedaan varian residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Apabila terjadi kesamaan antara variabel-variabel residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain dapat dikatakan model tersebut homokedastisitas. Tetapi jika terjadi perbedaan maka disebut heteroskedastisitas.

Cara mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas pada model regresi dengan melihat grafik *scatterplot* yang diperoleh dengan bantuan *SPSS 13.00 for windows*. Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot*, maka dasar yang digunakan adalah :

- a) Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik data yang membentuk pola bergelombang, melebur kemudian menyempit dan melebur kembali maka telah terjadi heteroskedastisitas.
- b) Jika ada pola-pola tertentu, seperti titik-titik data menyebar berada diatas atau di bawah angka 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

3. Uji Autokorelasi

Autokorelasi merupakan suatu kondisi yang terjadi didalam model persamaan regresi, dimana didalamnya ditemukan adanya suatu *korelasi* (hubungan) antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (periode sebelumnya). Umumnya kasus

autokorelasi banyak terjadi pada data *timeseries*. Suatu model persamaan regresi yang baik adalah suatu model persamaan regresi yang didalamnya tidak ditemukan adanya suatu gejala autokorelasi.

Untuk mendeteksi adanya suatu gejala autikorelasi di dalam sebuah model persamaan regresi, dapat digunakan suatu model pengujian asumsi dengan pedoman *D-W (Durbin-Watson)*. Menurut Gujarati (1978:215), uji Durbin Watson dirumuskan sebagai berikut :

$$d = \frac{\sum_{t=2}^N (\epsilon_t - \epsilon_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^N \epsilon_t^2}$$

Dimana: $d = \text{Durbin Watson Statistic}$ $e = \text{Error term}$

$N = \text{Observasi}$ $t = \text{waktu}$

Menurut Santoso (1998:219), metode pengujian asumsi dengan D-W dapat dilakukan dengan nilai sebagai berikut :

1. Jika $d < -2$, maka terjadi suatu korelasi positif
2. Jika $-2 < d < +2$, maka tidak terjadi suatu autokorelasi
3. Jika $d > +2$, maka terjadi suatu autokorelasi negatif

Gejala autokorelasi dapat diatasi dengan cara yaitu :

1. Melalui suatu transformasi data atas beberapa input yang digunakan dalam analisis.
2. Menambah jmlah data observasi atau sampel penelitian yang digunakan.

4. Uji Multikolinearitas

Uji ini dilakukan untuk mengetahui terdapat tidaknya hubungan linier di antara dua atau lebih variabel independen dari model regresi linier berganda. Dengan kata lain dalam metode regresi ini digunakan untuk mengetahui apakah terjadi korelasi yang sangat kuat di antara variabel-variabel independen. Bila terjadi korelasi yang sangat kuat di antara variabel-variabel independen berarti telah terjadi gejala multikolinearitas. Dengan adanya multikolinearitas maka standart *error* tidak dapat dideteksi.

Menurut Ghozali (2001:57) gejala *multikolinearitas* dapat dideteksi dengan melihat besarnya VIF (*Variance Inflation Factor*) yang merupakan hasil bagi 1 dengan dengan angka tolerance. Suatu model persamaan regresi akan terbebas dari gejala multikolinearitas, jika nilai VIF masing-masing variabel bebas kurang dari 10. Sebaliknya jika nilai VIF lebih dari 10, maka variabel tersebut mempunyai persoalan multikolinearitas dengan variabel bebas.

Tolerance mengukur variabilitas variabel bebas yang terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Nilai tolerance yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi, karena $VIF = \frac{1}{\text{Tolerance}}$

Nilai VIF dapat dihitung dengan rumus:

$$VIF = \frac{1}{1 - R^2}$$

Dimana: VIF = *Variance Inflation Factor*

R^2 = Koefisien determinasi

3.7.2 Moderating Regression Analysis (MRA)

Pengujian hipotesis pada penelitian ini menggunakan analisis regresi dengan variabel pemoderasi (*Moderating Regression Analysis*). Analisis MRA ini selain melihat apakah terdapat pengaruh variabel bebas terhadap variabel tak bebas, juga untuk melihat apakah dengan diperhatikannya variabel moderasi dalam model dapat meningkatkan pengaruh dari variabel bebas terhadap variabel tak bebas atau malah sebaliknya.

Sebelum dilakukan analisis lebih lanjut, terlebih dahulu dilakukan pengujian terhadap variabel moderator dengan melakukan regresi terhadap persamaan berikut:

$$\begin{aligned} Y &= \beta_0 + \beta_1 x \\ Y &= \beta_0 + \beta_1 x + \beta_2 z \\ Y &= \beta_0 + \beta_1 x + \beta_2 z + \beta_3 x z \end{aligned}$$

Dimana:

Y = Nilai Perusahaan

X = Kepemilikan Manajerial dan Institusional

Z = Kebijakan

Dari hasil persamaan di atas dapat terjadi beberapa kemungkinan sebagai berikut:

1. Jika variabel moderator (Z) tidak berinteraksi dengan variabel prediktor/independen (X) namun berhubungan dengan variabel dependen (Y) maka variabel tersebut bukanlah variabel moderator melainkan merupakan variabel intervening atau variabel independen.
2. Jika variabel moderator (Z) berinteraksi dengan variabel independen (X) dan juga tidak terjadi hubungan dengan variabel dependen (Y) maka variabel Z tersebut merupakan variabel quasi moderator homologizer.
3. Jika variabel moderator berinteraksi dengan variabel independen (X) dan juga berhubungan signifikan dengan variabel dependen (Y) maka variabel Z merupakan variabel quasi dependen (moderator semu). Hal ini karena variabel Z tersebut dapat berlaku sebagai moderator juga sebagai variabel independen.
4. Jika variabel moderator (Z) berinteraksi dengan variabel independen (X) namun tidak berhubungan signifikan dengan variabel dependen (Y), maka variabel Z tersebut merupakan variabel pure moderator (moderator murni).

Apabila hasil pengujian menunjukkan variabel yang diamati memang merupakan variabel moderator, maka persamaan yang akan dianalisis adalah sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 x$$

$$Y = \beta_0 + \beta_1 + \beta_2 z + \beta_3 xz$$

Untuk menilai ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *goodness of fit* nya. Secara statistik *goodness of fit* dapat diukur dari nilai statistik t, nilai statistik F dan nilai koefisien determinasi. Dengan demikian untuk menilai

ketepatan fungsi regresi sampel perlu dilakukan uji hipotesis berupa uji t.



BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

4.1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Manufaktur adalah perusahaan yang bergerak dibidang pengolahan barang mentah menjadi barang siap pakai. Perusahaan manufaktur saat ini berkembang sangat pesat setiap tahunnya baik dari segi laporan keuangan maupun saham yang telah *go publik*. Prospek bisnis di bidang manufaktur juga terbukti sangat menguntungkan setiap tahunnya yang nantinya akan menarik para investor untuk menanamkan modalnya kepada perusahaan tersebut. Saham perusahaan manufaktur setiap tahun juga mengalami kenaikan karena banyak investor yang tertarik menanamkan modalnya disektor perusahaan ini untuk keperluan investasi guna memenuhi kebutuhan dimasa yang akan datang. Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2016. Subjek penelitiannya adalah laporan tahunan perusahaan manufaktur yang datanya diambil langsung dari website Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.co.id. Pemilihan sampel dalam penelitian ini ditentukan dengan metode *purposive sampling* dengan beberapa ketentuan. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan manufaktur selama 3 tahun, dari 144 perusahaan manufaktur hanya 27 perusahaan yang menjadi sampel penelitian.

Data diperoleh melalui laporan keuangan dari perusahaan sampel selama tahun 2014-2016, sehingga didapatkan 81 sampel penelitian. Perusahaan yang menjadi sampel penelitian dapat dilihat di Tabel 4.1 berikut.

Tabel 4.1
Daftar Perusahaan Sampel Penelitian

No	Kode Saham	Nama Perusahaan
1	BTON	Beton Jaya Manunggal Tbk
2	LION	Lion Metal Works Tbk
3	LMSH	Lionmesh Prima Tbk)
4	NIKL	Pelat Timah Nusantara Tbk
5	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk
6	TBMS	Tembaga Mulia Semanan Tbk
7	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara
8	SRSN	Indo Acitama Tbk
9	BRNA	Berlina Tbk
10	SULI	SLJ Global Tbk d.h Sumalindo Lestari Jaya Tbk
11	ALDO	Alkindo Naratama Tbk
12	ASII	Astra International Tbk
13	INDS	Indospring Tbk
14	NIPS	Nippres Tbk
15	PRAS	Prima alloy steel Universal Tbk
16	ARGO	Argo Pantes Tbk
17	HDTX	Panasia Indo Resources Tbk d.h Panasia Indosyntec Tbk
18	SSTM	Sunson Textile Manufacturer Tbk
19	ALTO	Tri Banyan Tirta Tbk
20	SKLT	Sekar Laut Tbk
21	STTP	Siantar Top Tbk
22	ULTJ	Ultrajaya Milk Industry and Trading Company Tbk
23	GGRM	Gudang Garam Tbk
24	PYFA	Pyridam Farma Tbk
25	TCID	Mandom Indonesia Tbk
26	KICI	Kedaung Indag Can Tbk
27	LMPI	Langgeng Makmur Industry Tbk

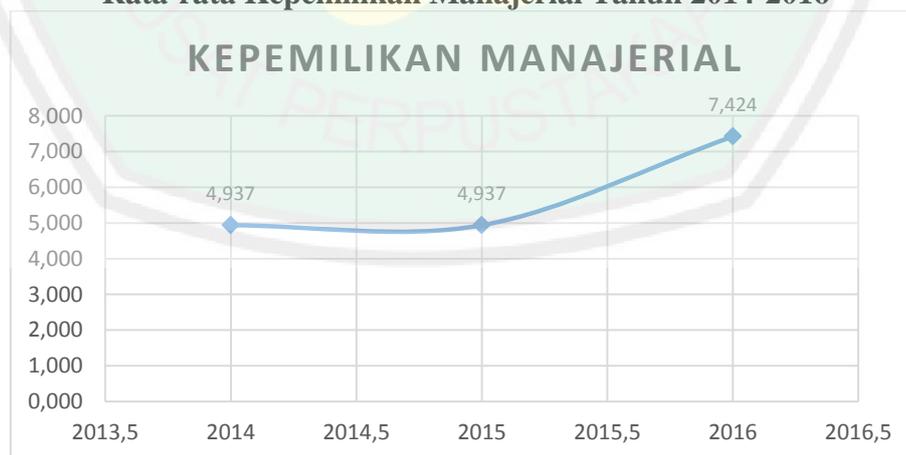
Sumber: *Data IDX*

4.1.2 Deskripsi Kinerja Perusahaan Sampel

4.1.2.1 Kepemilikan Manajerial (MOWN)

Kepemilikan saham manajerial diungkapkan melalui jumlah kepemilikan saham manajemen dan dewan komisaris dibagi dengan total saham perusahaan. Semakin besar kepemilikan saham manajerial, maka pihak manajerial akan bekerja lebih proaktif dalam mewujudkan kepentingan pemegang saham dan akhirnya akan meningkatkan kepercayaan, kemudian nilai perusahaan juga akan naik. Perhitungan rata-rata kepemilikan manajerial (MOWN) pada tahun 2014-2016 adalah sebagai berikut :

Gambar 4.1
Rata-rata Kepemilikan Manajerial Tahun 2014-2016



Sumber : *Data sekunder yang dioalah*

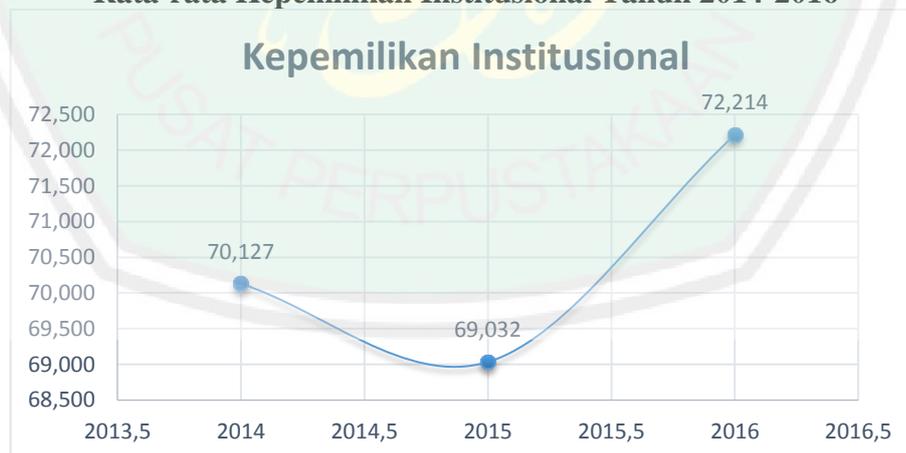
Nilai rata-rata kepemilikan manajerial (MOWN) pada tahun 2014-2016 mengalami kenaikan yaitu pada tahun 2014 sebesar 4.93, pada tahun

2015 tidak mengalami kenaikan ataupun penurunan yaitu sebesar 4,93, pada tahun 2016 MOWN mengalami kenaikan yaitu sebesar 7,42.

4.1.2.2 Kepemilikan Institusional (INST)

Kepemilikan institusional diungkapkan melalui jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Moh'd et al., (1998:91) menyatakan bahwa peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajemen diawasi secara optimal sehingga manajemen menghindari perilaku yang merugikan prinsipal. Data perhitungan rata-rata kepemilikan institusional (INST) tahun 2014-2016 adalah sebagai berikut :

Gambar 4.2
Rata-rata Kepemilikan Institusional Tahun 2014-2016



Sumber : Data sekunder yang diolah

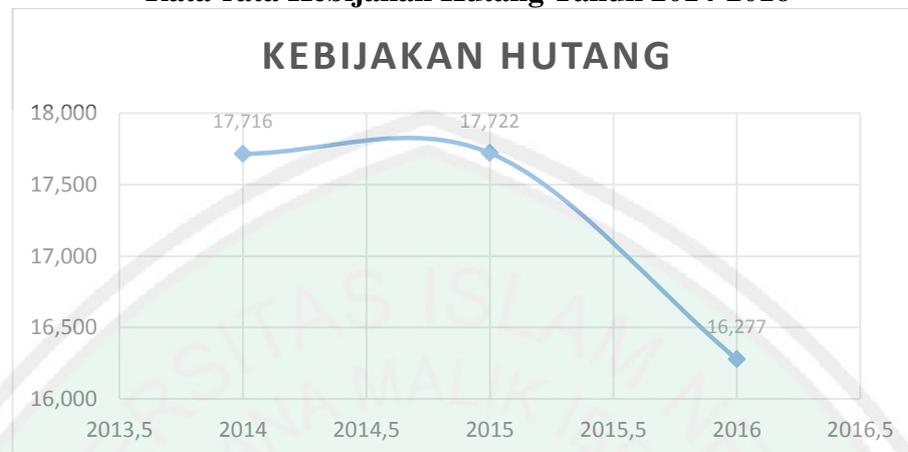
Nilai rata-rata kepemilikan manajerial (INST) pada tahun 2014-2016 cenderung mengalami perubahan, pada tahun 2014 rata-rata INST

yaitu sebesar 70,127, pada tahun 2015 mengalami sedikit penurunan yaitu menjadi 69,032, sedangkan pada tahun 2016 INST naik menjadi 72,214

4.1.2.3 Leverage (DER)

Debt to equity ratio digunakan sebagai proksi dari *leverage* berdasarkan penelitian yang dikemukakan oleh Fakrudin (2008:109) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki hutang lebih besar dari ekuitas dikatakan sebagai perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi. *Debt to equity ratio* dicari dengan membandingkan antara seluruh hutang termasuk hutang lancar dengan total ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan. Dengan kata lain, rasio ini berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan hutang (Khasmir, 2012:158). Data perhitungan rata-rata DER perusahaan manufaktur tahun 2014-2016 adalah sebagai berikut :

Gambar 4.3
Rata-rata Kebijakan Hutang Tahun 2014-2016



Sumber : Data sekunder yang diolah

Nilai rata-rata DER pada perusahaan manufaktur tahun 2014-2016 mengalami perubahan setiap tahunnya, dimana DER pada tahun 2014 sebesar 17,716, tahun 2015 sebesar 17,722 dan DER pada tahun 2016 sebesar 16,277.

4.1.2.4 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan yang *go public* ditunjukkan oleh harga pasar saham. Apabila harga pasar saham meningkat berarti nilai perusahaan meningkat pula. Sedangkan untuk perusahaan yang tidak *go public*, nilai perusahaan dapat diukur dengan harga jual seandainya perusahaan tersebut akan dijual yang tidak hanya mencerminkan nilai asset perusahaan tetapi meliputi tingkat risiko usaha, prospek perusahaan, manajemen, lingkungan usaha dan faktor lainnya (Margaretha, 2005:1).

Rasio nilai pasar menghubungkan harga saham perusahaan dengan laba dan nilai buku per saham. Rasio ini memberikan manajemen petunjuk

mengenai apa yang dipikirkan investor atas kinerja perusahaan di masa lalu serta prospek di masa yang akan datang. Jika rasio likuiditas, manajemen aktiva, manajemen utang, dan profitabilitas baik, maka kemudian rasio nilai pasar menjadi tinggi, dan harga saham akan setinggi yang diharapkan (Brigham dan Houston, 2001:91). Data perhitungan rata-rata PBV pada tahun 2014-2016 sebagai berikut :

Gambar 4.4
Rata-rata Nilai Perusahaan Tahun 2014-2016



Sumber : Data sekunder yang dioalah

Nilai rata-rata PBV pada perusahaan manufaktur pada tahun 2014-2016 menunjukkan adanya perubahan setiap tahun yang sangat bervariasi dan menunjukkan fluktuasi naik turun di setiap tahun yang berbeda. Fluktuasi tersebut dapat diketahui dari gambar di atas, dimana pada tahun 2014 sebesar 1,851, tahun 2015 turun menjadi 1,506, dan pada tahun 2016 nilai perusahaan naik menjadi 2,111.

4.1.3 Analisis Data

4.1.3.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif dimaksudkan untuk mendeskripsikan distribusi data berdasarkan data yang diperoleh dari data sekunder yang telah dikumpulkan. Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2014 sampai 2016. Pengukuran sampel biasanya dibutuhkan karena mampu menggambarkan pemusatan nilai-nilai observasi sampel. Sampel yang diperoleh berdasarkan kriteria yang telah dijabarkan sebanyak 81 perusahaan yang termasuk dalam *purposive sampling*. Tabel berikut menunjukkan data statistik dari sampel penelitian.

Tabel 4.2
Statistika Deskriptif

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MOWN	81	.01	37.00	5.7659	7.86167
INST	81	34.67	99.76	70.4575	15.84783
DER	81	-8.07	145.40	17.2385	30.25314
PBV	81	-3.74	11.13	1.8226	2.26276
Valid (listwise)	N 81				

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan data pada tabel tersebut, dapat diketahui deskriptif masing-masing variabel sebagai berikut:

1. Kepemilikan Manajerial

Informasi kepemilikan manajerial tercermin dalam MOWN dengan rata-rata 5,766 dengan standar deviasi 7,862. Nilai minimum dari kepemilikan manajerial yaitu 0.1 dan nilai maksimumnya sebesar 37.

2. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional tercermin dari nilai INST rata-rata sebesar 70,457 dengan standar deviasi sebesar 15,848. Nilai minimum kepemilikan institusional sebesar 34.67 sedangkan nilai maksimumnya sebesar 99.76.

3. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang (DER) mempunyai nilai rata-rata sebesar 17,238 dengan standar deviasi sebesar 30,253. Nilai minimum kebijakan hutang sebesar -8.07 sedangkan nilai maksimum sebesar 145.40.

4. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan manufaktur rata-rata 1,823 dan standar deviasi 2,263. Nilai minimum untuk nilai perusahaan sebesar -3.74 dan nilai maksimum sebesar 11.13.

4.1.4 Uji Asumsi Klasik

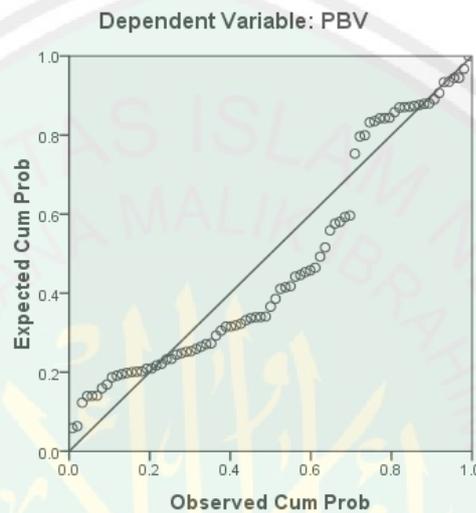
4.1.4.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam regresi, variabel-variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Menurut Ghozali (2001:11) ada dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan melihat normal probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal dan plotting residual normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis normalnya:

1. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
2. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan tidak mengikuti arah garis diagonal maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Grafik *Normal P-P plot of Regression Standardized Residual* digambarkan sebagai berikut:

Gambar 4.5
Hasil Uji Normalitas
 Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Sumber : Data diolah peneliti

Dari grafik *Normal P-P Plot of Regression standardized Residual* di atas terlihat titik menyebar di sekitark garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa variabel dependen dan independen mempunyai distribusi normal.

4.1.4.2 Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi adalah sebuah analisis statistik yang dilakukan untuk mengetahui adakah korelasi variabel yang ada di dalam model prediksi dengan perubahan waktu. Oleh karena itu, apabila asumsi autokorelasi terjadi pada sebuah model prediksi, maka nilai disturbance tidak lagi berpasangan secara bebas, melainkan berpasangan secara

autokorelasi. Uji autokorelasi di dalam model regresi linear, harus dilakukan apabila data merupakan data time series atau runtut waktu. Sebab yang dimaksud dengan autokorelasi sebenarnya adalah: sebuah nilai pada sampel atau observasi tertentu sangat dipengaruhi oleh nilai observasi sebelumnya. 1,689. Adapun hasil output SPSS dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Gambar 4.3
Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.242 ^a	.058	.034	1.65990	1.770

a. Predictors: (Constant), INST, MOWN

b. Dependent Variable: PBV

Sumber : Data diolah peneliti

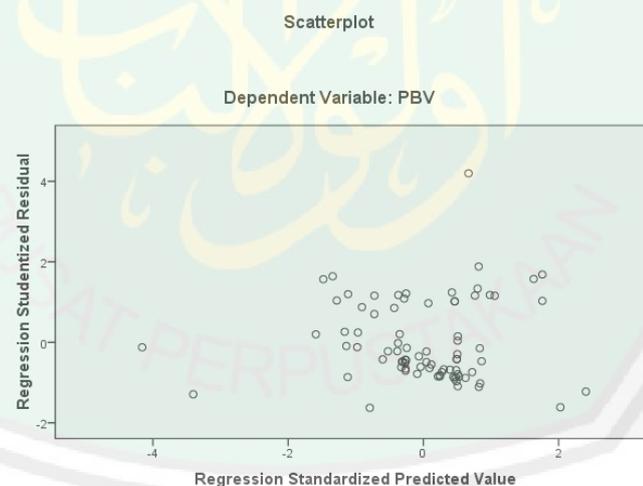
Nilai DW pada tabel di atas yaitu 1,770. Nilai ini akan diperbandingkan dengan nilai du (batas atas) pada Durbin Watson yang didapatkan dari tabel yaitu 1,689. Nilai DW 1,770 lebih besar daripada du 1,689 dan kurang dari $(4-du) 4-1,689 = 2,311$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi

4.1.4.3 Uji Heterokedastisitas

Uji ini digunakan untuk melihat apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu ke pengamatan yang lain. Jika varians dan residual satu ke pengamatan lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heterokidastisitas. Model

regresi yang baik adalah yang homokedastisitas bukan heterokidastisitas. Kebanyakan data crossectin mengandung situasi heterokidastisitas karena data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang dan besar). Uji heterokidastisitas dapat dilihat dari grafik *scatterplot* dengan panduan, jika ada pola tertentu seperti titik-titik yang ada membentk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar, kemudian menyempit) maka mengindikasikan telah terjadi heterokidastisitas. Setelah data diolah, maka diperoleh data yang berupa gambar scatterplot sebagai berikut:

Gambar 4.6
Hasil Uji Heterokedasitas



Sumber : Data diolah peneliti

Berdasarkan grafik scatterplot di atas, terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola yang jelas serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka nol (0) pada sumbu Y,

dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heterokidastisitas pada model regresi

4.1.4.3 Uji Multikoreniaitas

Uji multikoreniaitas dimaksudkan untuk menguji apakah terdapat hubungan linear antara variabel-variabel bebas dalam model regresi maupun untuk menunjukkan ada tidaknya derajat kolinearitas yang tinggi diantara variabel-variabel bebas. Jika diantara variabel bebas berkorelasi sempurna maka model kuadrat terkecil tidak dapat digunakan. Untuk mengetahui ada tidaknya multikolinearitas dalam penelitian dapat dilihat dari nilai Value Inflation Factor (VIF), apabila nilai $VIF > 10$ maka terjadi multikolerianitas, demikian sebaliknya, jika nilai $VIF < 10$ maka tidak terjadi multikoleniaritas.

Tolerance mengukur varibilitas independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Nilai umum yang dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah $VIF > 10$ dan $Tolerance < 0,1$. Dengan kriteria pengujian sebagai berikut (Ghozali, 2001:91):

1. Jika nilai tolerance $< 0,1$ atau $VIF > 10$ maka terdapat multikolinearitas.
2. Jika nilai tolerance $> 0,1$ atau $IF < 10$ maka tidak terdapat multikolinearitas.

Gambar 4.4
Hasil Uji Multikolenieritas

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta	Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.446	1.183			
	MOWN	.060	.031	.210	.949	1.054
	INST	.032	.015	.227	.935	1.069
	DER	-.021	.008	-.280	.984	1.016

a. Dependent Variable: PBV

Sumber : Data diolah peneliti

Berdasarkan tabel di atas, dapat diketahui bahwa nilai VIF disekitar angka 1 dan tolerance mendekati angka 1,00. Jadi dapat disimpulkan bahwa berdasarkan pengujian tolerance dan VIF tidak menampakkan gejala multikolenieritas antar variabel independen. Dengan kata lain bahwa model regresi ini tidak mengalami multikolenieritas karena besarnya nilai tolerance $> 0,10$ dan VIF < 10 .

4.1.5 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis digunakan untuk menguji ada tidaknya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil pengujian signifikansi dapat diketahui melalui tabel di bawah ini:

Tabel 4.5
Pengaruh Variabel Independen terhadap Nilai Perusahaan

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.446	1.183		-.377	.707
MOWN	.060	.031	.210	1.962	.053
INST	.032	.015	.227	2.105	.039
DER	-.021	.008	-.280	-2.667	.009

a. Dependent Variable: PBV

Sumber : Data diolah peneliti

Berdasarkan tabel di atas, uji secara parsial dari masing-masing variabel dapat dijelaskan sebagai berikut:

- 1) Hipotesis 1: Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengujian hipotesis pertama bertujuan untuk menguji variabel kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian variabel kepemilikan saham manajerial terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa sig yang dihasilkan sebesar 0.060. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa hasil sig 0.053 > sig 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan saham manajerial terhadap nilai perusahaan. Dengan kata lain dapat dikatakan bahwa penelitian ini menolak hipotesis pertama yang berarti bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini berupaya menjelaskan bahwa peningkatan jumlah kepemilikan manajerial tidak mampu mengurangi konflik

agensi yang timbul akibat hubungan keagenan. Jumlah kepemilikan manajerial yang besar tidak mampu mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga tujuan perusahaan dalam mencapai nilai perusahaan yang tinggi tidak dapat tercapai. Para manajer memiliki kepentingan yang cenderung dipenuhinya dibandingkan dengan pencapaian tujuan perusahaan secara keseluruhan.

Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian sebelumnya yaitu penelitian yang dilakukan oleh Sudarma, Made (2004) dan Wardani, D.K & Hermuningsih, Sri (2011) dimana kedua penelitian ini juga menghasilkan kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian terdahulu yang hasilnya tidak sesuai dengan penelitian ini diantaranya yaitu Rustendi, Tedi & Jimmi, Farid (2008) dan Asmawati dan Amanah, Lailatul (2013) yang menghasilkan kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

- 2) Hipotesis 2: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Selanjutnya untuk pengujian hipotesis kedua bertujuan untuk menguji kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Dari hasil analisis secara parsial pada tabel diatas dihasilkan sig sebesar 0.011.

Besar sig hasil analisis bila dibandingkan dengan sig 0.05 menunjukkan bahwa $0.039 < 0.05$. Sehingga bisa dikatakan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan sebesar 0.032 terhadap nilai perusahaan.

Hasil uji statistik tersebut menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan institusional membawa dampak pada semakin kuatnya tingkat pengendalian yang dilakukan pihak pemegang saham atas perilaku manajer yang ditujukan untuk mengurangi *agency cost* dan meningkatkan nilai perusahaan. Hal tersebut pada akhirnya mengarah pada berbagai upaya untuk mengurangi tingkat kecurangan serta penyelewengan yang dilakukan oleh pihak manajemen sebagai bentuk tindakan oportunistiknya.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu, diantaranya yaitu Nuraina, Elva (2012) yang menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian terdahulu yang hasilnya tidak sejalan dengan penelitian ini diantaranya yaitu Wardani, D.K & Hermuningsih, Sri (2011) dan Asmawati dan Amanah, Lailatul (2013) serta Sari, N. L (2016) yang menghasilkan kesimpulan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

3) Hipotesis 3: Kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Uji parsial yang terakhir bertujuan untuk menguji pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Dari hasil analisis regresi yang dihasilkan pada tabel di atas menunjukkan hasil sebesar sig 0.009. Dimana apabila dibandingkan dengan sig 0.05 maka bisa dikatakan bahwa variabel *debt to equity ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel nilai perusahaan sebesar -0.021.

Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi hutang maka nilai perusahaan rendah dan semakin rendah hutang maka nilai perusahaan tinggi. Penggunaan hutang harus hati-hati oleh pihak manajemen, karena semakin besar hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Besar kecilnya hutang yang dimiliki perusahaan masih diperhatikan oleh investor, karena investor lebih melihat bagaimana pihak manajemen perusahaan menggunakan dana tersebut dengan efektif dan efisien untuk mencapai nilai tambah bagi nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya diantaranya yaitu Kusuma (2008) dan Wardani, D.K & Hermuningsih, Sri (2011) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan. Sedangkan hasil lain dikemukakan oleh beberapa peneliti diantaranya Rustendi, Tedi & Jimmi, Farid (2008) dan Wardani, D.K & Hermuningsih, Sri (2011) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan.

- 4) Hipotesis 4: Kebijakan hutang mampu memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan

Pengujian keempat bertujuan untuk menguji kebijakan hutang apakah dapat memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Berikut ini adalah hasil uji moderasi untuk masing-masing variabel.

Tabel 4.6
Hasil Uji Moderasi Tahap I
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.376	1.127		.334	.740
INST	.026	.015	.179	1.678	.097
DER	-.021	.008	-.278	-2.601	.011

a. Dependent Variable: PBV

Sumber : Data diolah peneliti

Tabel 4.6 di atas merupakan hasil analisis secara parsial dimana diketahui bahwa kebijakan hutang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang ditandai dengan nilai sig $t < 0.05$ yaitu sebesar 0.005. Sedangkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan nilai sig $t > 0.05$ yaitu sebesar 0.139.

Setelah diketahui pengaruh secara parsial untuk masing-masing variabel, maka dilanjutkan dengan melihat hasil moderasi dimana kepemilikan manajerial sebagai variabel independen, nilai perusahaan

sebagai variabel dependen dan kebijakan hutang sebagai variabel pemoderasi. Adapun hasil dari analisis moderasi untuk model 1 dapat dilihat pada table 4.7 di bawah ini.

Tabel 4.7
Hasil Uji Moderasi Tahap II

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.925	.334		5.756	.000
	MOWN	.053	.036	.184	1.491	.140
	DER	-.021	.009	-.280	-2.225	.029
	MOWN*DER	.013	.001	-.057	-.402	.689

a. Dependent Variable: PBV

Sumber : Data diolah peneliti

Dari hasil output spss pada tabel 4.7 di atas menunjukkan bahwa hasil pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan menunjukkan sig sebesar 0.140 atau bisa dikatakan nilai sig $t > 0,05$. Begitupun juga hasil sig dari tabel 4.6 menunjukkan besaran sig $t > 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel kebijakan hutang perusahaan bukan merupakan variabel pemoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang sebelumnya sudah dilakukan yaitu Wardani, D.K & Hermuningsih, Sri (2011) dimana hasilnya menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang

5) Hipotesis 5: Kebijakan hutang mampu memoderasi hubungan antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan

Pengujian kelima bertujuan untuk menguji kebijakan hutang apakah dapat memoderasi hubungan antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Berikut ini adalah hasil uji moderasi untuk masing-masing variabel.

Tabel 4.8
Hasil Uji Moderasi Tahap I

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.376	1.127		.334	.740
	INST	.026	.015	.179	1.678	.097
	DER	-.021	.008	-.278	-2.601	.011

a. Dependent Variable: PBV

Sumber : Data diolah peneliti

Tabel 4.8 di atas menunjukkan hasil pengaruh secara parsial antara variabel kepemilikan institusional dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis SPSS di atas menunjukkan bahwa hanya variabel kebijakan hutang saja yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini bisa dilihat dari besaran nilai sig $t < 0.05$ yaitu sebesar 0.011. Sedangkan nilai sig t untuk kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan.

Setelah diketahui pengaruh secara parsial untuk masing-masing variabel, maka dilanjutkan dengan melihat hasil secara moderasi dimana

kepemilikan institusional sebagai variabel independen, nilai perusahaan sebagai variabel dependen dan kebijakan hutang sebagai variabel pemoderasi. Adapun hasil analisis moderasi untuk model 1 dapat dilihat pada table 4.9 dibawah ini :

Tabel 4.9
Hasil Uji Moderasi Tahap II

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.417	1.250		.334	.739
	INST	.025	.017	.175	1.440	.154
	DER	-.023	.031	-.310	-.744	.459
	Moderat2	3.841E-5	.000	.033	.079	.937

a. Dependent Variable: PBV

Sumber : Data diolah peneliti

Dari hasil output spss pada tabel 4.9 di atas menunjukkan bahwa hasil pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan menunjukkan sig sebesar 0.154 atau bisa dikatakan nilai sig $t > 0,05$. Begitupun juga hasil sig dari tabel 4.8 menunjukkan besaran sig $t > 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel kebijakan hutang perusahaan bukan merupakan variabel pemoderasi hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Sama dengan hipotesis yang keempat, hasil ini juga sejalan dengan penelitian yang sebelumnya sudah dilakukan yaitu Wardani, D.K & Hermuningsih, Sri (2011) dimana

hasilnya menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

4.2 Pembahasan

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data laporan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2014 sampai dengan tahun 2016. Adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial (MOWN) terhadap nilai perusahaan (PBV), kepemilikan institusional (INST) terhadap nilai perusahaan (PBV), kebijakan hutang (DER) terhadap nilai perusahaan, dan untuk mengetahui apakah kebijakan hutang (DER) mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial (MOWN) terhadap nilai perusahaan (PBV), dan apakah kebijakan hutang (DER) mampu memoderasi pengaruh kepemilikan institusional (INST) terhadap nilai perusahaan

4.2.1 Pengaruh Kepemilikan Manajerial (MOWN) Terhadap Nilai perusahaan (PBV)

Pengujian hipotesis pertama merumuskan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan dari variabel kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan manajerial, maka semakin besar pula nilai perusahaannya. Dari hasil pengujian tidak terbukti tidak terdapat pengaruh positif dan signifikan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil

penelitian ini dapat disimpulkan bahwa menolak hipotesis pertama yang menduga bahwa kepemilikan manajerial (MOWN) mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2014-2016.

Secara Teori Semakin besar kepemilikan saham manajerial, maka pihak manajerial akan bekerja lebih proaktif dalam mewujudkan kepentingan pemegang saham dan akhirnya akan meningkatkan kepercayaan, kemudian nilai perusahaan juga akan naik. Dengan kepemilikan manajerial yang besar maka akan ada kecenderungan tindakan manajer yang oportunistik. Hal ini karena manajer akan mencoba melakukan transfer kekayaan kepada diri sendiri dengan mengambil kebijakan yang membesar-besarkan nilai aktiva dan laba (Benson dan Davidson, 2008 dalam Warih Sulistyani 2010).

Tidak berpengaruhnya kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan karena kepemilikan manajerial di Indonesia cenderung masih sangat rendah. Hal ini dapat dilihat dari persentase kepemilikan manajerial tersebut selama tahun pengamatan rata-rata kepemilikan manajerial perusahaan sebesar 6%. Rendahnya saham yang dimiliki manajemen mengakibatkan pihak manajemen belum merasa memiliki karena tidak semua keuntungan dapat dinikmati manajemen. Selain itu dengan rendahnya kepemilikan saham oleh manajemen membuat kinerja manajemen cenderung rendah dan tidak besar pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

Hal ini tidak sesuai dengan pendapat Jansen (2001). Dengan adanya kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan maka dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham lainnya. Kepemilikan manajemen akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan karena mereka juga merasa memiliki perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut Rustendi dan Jimmi (2008), semakin besar kepemilikan manajerial dalam perusahaan, maka informasi laporan keuangan akan cepat diketahui oleh pemilik perusahaan, karena merangkap sebagai pemilik dan pengelola perusahaan sedangkan pihak lain dapat mengetahui informasi tersebut setelah laporan keuangan perusahaan dipublikasikan. Hal ini mengakibatkan kesenjangan informasi antara manajer dan investor luas sehingga saham perusahaan kurang diminati investor. Dengan demikian kepemilikan manajerial belum mampu menjadi mekanisme untuk meningkatkan nilai perusahaan.

وَلِلَّهِ مُلْكُ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضِ وَمَا بَيْنَهُمَا يَخْلُقُ مَا يَشَاءُ وَاللَّهُ عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ قَدِيرٌ

Artinya : “Kepunyaan Allahlah kerajaan langit dan bumi dan apa yang diantara keduanya. Dia menciptakan apa yang dikehendakiNya. Dan Allah Maha Kuasa atas segala sesuatu” Sedangkan manusia adalah pihak yang mendapatkan kuasa dari Allah SWT untuk memiliki dan memanfaatkan harta tersebut .”(QS Al-Baqarah : 284)

Seseorang yang telah beruntung memperoleh harta, pada hakekatnya hanya menerima titipan sebagai amanat untuk disalurkan dan

dibelanjakan sesuai dengan kehendak pemilik sebenarnya (Allah SWT), baik dalam pengembangan harta maupun penggunaannya. Sejak semula Allah telah menetapkan bahwa harta hendaknya digunakan untuk kepentingan bersama. Bahkan tidak berlebihan jika dikatakan ‘pada mulanya’ masyarakatlah yang berwenang menggunakan harta tersebut secara keseluruhan, kemudian Allah menganugerahkan sebagian darinya kepada pribadi-pribadi (dan instuti) yang mengusahakan perolehannya sesuai dengan kebutuhan masing- masing. Sehingga sebuah kepemilikan atas harta kekayaan oleh manusia baru dapat dipandang sah apabila telah mendapatkan izin dari Allah SWT untuk memilikinya. Ini berarti, kepemilikan dan pemanfaatan atas suatu harta haruslah didasarkan pada ketentuan-ketentuan shara’ yang tertuang pada Al-Qur’an, Al-Sunnah, ‘Ijma’ sahabat dan Al-Qiyas. (Drs. Muhammad : 2004 : 69).

Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Rustendi dan Jimmi (2008) yang tidak menemukan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Namun penelitian ini bertentangan dengan penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menyatakan bahwa kepemilikan berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan.

4.2.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional (INST) Terhadap Nilai Perusahaan (PBV)

Pengujian hipotesis kedua merumuskan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan dari variabel kepemilikan institusional terhadap nilai

perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan institusional, maka semakin besar pula nilai perusahaannya. Dari hasil pengujian terbukti bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa menerima hipotesis kedua yang menduga bahwa kepemilikan institusional (INST) mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2014-2016.

Adanya pemegang saham seperti kepemilikan institusional memberi arti penting bahwa kepemilikan institusional akan selalu memonitoring kinerja manajemen. Signifikansi kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekankan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Mekanisme pengawasan dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli yang tidak dibiayai oleh perusahaan sehingga posisinya tidak dibawah penguasaan manajer. Pengawasan lain yang dapat dilakukan adalah dengan cara memberikan masukan-masukan sebagai bahan pertimbangan bagi manajerdalam menjalankan usaha dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh kepemilikan institusional akan menyebabkan pengawasan yang dilakukan menjadi lebih efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajemen dan mengurangi *agency cost*. Dan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Wahidahwati (2001) menyatakan bahwa salah satu cara untuk mengurangi

agency cost adalah dengan menggunakan investor institusional. Dengan adanya investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi dan institusi lainnya akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002) juga menyatakan bahwa salah satu alat monitoring yang digunakan untuk mengurangi *agency conflict* adalah meningkatkan kepemilikan institusional. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002:1) yang menyatakan bahwa salah satu alat monitoring yang digunakan untuk mengurangi *agency conflict* adalah dengan meningkatkan kepemilikan institusional. Penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan terdapat pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Dalam pespektif ekonomi Islam, investasi tidaklah bercerita tentang berapa keuntungan materi yang bisa didapatkan melalui aktivitas investasi, tapi ada beberapa faktor yang mendominasi motivasi investasi dalam Islam. Pertama, akibat implementasi mekanisme zakat maka aset produktif yang dimiliki seseorang pada jumlah tertentu (memenuhi batas nisab zakat) akan selalu dikenakan zakat, sehingga hal ini akan mendorong pemiliknya untuk mengelolanya melalui investasi.

إِنَّ رَبَّكَ يَعْلَمُ أَنَّكَ تَقُومُ أَدْنَىٰ مِنْ ثُلُثِي اللَّيْلِ وَنُصْفَهُ وَثُلُثَهُ وَطَائِفَةٌ مِنَ الَّذِينَ
 مَعَكَ وَاللَّهُ يُقَدِّرُ اللَّيْلَ وَالنَّهَارَ عَلِمَ أَنْ لَنْ تُحْصُوهُ فَتَابَ عَلَيْكُمْ فَاقْرَءُوا مَا تَيَسَّرَ
 مِنَ الْقُرْآنِ عَلِمَ أَنْ سَيَكُونُ مِنْكُمْ مَرْضَىٰ وَآخَرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ

مَنْ فَضَّلَ اللَّهَ وَآخِرُونَ يُقَاتِلُونَ فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَاقْرَءُوا مَا تَيَسَّرَ مِنْهُ وَأَقِيمُوا
الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَأَقْرِضُوا اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا وَمَا تُقَدِّمُوا لِأَنْفُسِكُمْ مِنْ خَيْرٍ
تَجِدُوهُ عِنْدَ اللَّهِ هُوَ خَيْرًا وَأَعْظَمَ أَجْرًا وَاسْتَغْفِرُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ غَفُورٌ رَحِيمٌ

Artinya : “ Sesungguhnya Tuhanmu mengetahui bahwasanya kamu berdiri (sembahyang) kurang dari dua pertiga malam, atau seperdua malam atau sepertiganya dan (demikian pula) segolongan dari orang-orang yang bersama kamu. Dan Allah menetapkan ukuran malam dan siang. Allah mengetahui bahwa kamu sekali-kali tidak dapat menentukan batas-batas waktu-waktu itu, maka Dia memberi keringanan kepadamu, karena itu bacalah apa yang mudah (bagimu) dari Al Quran. Dia mengetahui bahwa akan ada di antara kamu orang-orang yang sakit dan orang-orang yang berjalan di muka bumi mencari sebagian karunia Allah; dan orang-orang yang lain lagi berperang di jalan Allah, maka bacalah apa yang mudah (bagimu) dari Al Quran dan dirikanlah sembahyang, tunaikanlah zakat dan berikanlah pinjaman kepada Allah pinjaman yang baik. Dan kebaikan apa saja yang kamu perbuat untuk dirimu niscaya kamu memperoleh (balasan)nya di sisi Allah sebagai balasan yang paling baik dan yang paling besar pahalanya. Dan mohonlah ampunan kepada Allah; sesungguhnya Allah Maha Pengampun lagi Maha Penyayang. Al-Qur’an (QS. Al-Muzammil (73): 20)

Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Puspitaningsih (2007) yang menemukan bukti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan baik secara parsial maupun simultan.

4.2.3 Pengaruh Kebijakan Hutang (DER) Terhadap Nilai Perusahaan (PBV)

Pengujian hipotesis ketiga merumuskan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan dari variabel kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin besar kebijakan hutang pada

batasan tertentu, maka semakin besar pula nilai perusahaannya. Dari hasil pengujian terbukti bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa menerima hipotesis ketiga yang menduga bahwa kebijakan hutang (DER) mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2014-2016.

Berdasarkan *Trade off theory* mengakui adanya struktur modal yang optimal dimana untuk mendapatkan nilai perusahaan yang maksimum bisa dicapai dengan struktur modal yang optimal (Chandra, 2006:171). Teori *Trade off* menjelaskan tentang penggunaan hutang yang akan meningkatkan nilai perusahaan hanya pada batas tertentu. Setelah melewati batas, penggunaan hutang menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan risiko *financial distress* dan *agency cost*. Hal ini bertentangan dengan teori yang dikemukakan oleh Miller and Modigliani (MM) yang mengakui tidak adanya hubungan dari pendanaan dan investasi. Dalam arti bahwa menggunakan utang atau tanpa utang tidak berpengaruh terhadap perubahan nilai perusahaan karena pemegang saham lebih memperhatikan terkait bagaimana perusahaan menghasilkan laba. Penggunaan hutang yang berlebih akan memperbesar risiko perusahaan dalam menghasilkan laba dan menyebabkan keraguan pemegang saham terhadap kemampuan perusahaan dalam mengembalikan pinjamannya. Hal

ini akan berimplikasi pada laba bersih yang diperoleh perusahaan sehingga akan menurunkan nilai perusahaan.

Dalam islam terdapat dua akad yaitu akad *musyarakah* dan akad *Al-Qard*. Pada perusahaan konvensional, kebutuhan dana atau modal bisa menggunakan akad musyarakah. Musyarakah adalah pembiayaan berdasarkan akad kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk suatu usaha tertentu, di mana masing-masing pihak memberikan kontribusi dana dengan ketentuan bahwa keuntungan dan resiko akan ditanggung bersama sesuai dengan kesepakatan.

قَالَ لَقَدْ ظَلَمَكَ بِسُؤَالٍ نَعَجْتِكَ إِلَىٰ نِعَاجِهِ وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ
عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ وَظَنَّ دَاوُدُ أَنَّمَا فَتَنَّاهُ
فَاسْتَغْفَرَ رَبَّهُ وَخَرَّ رَاكِعًا وَأَنَابَ

Artinya : Daud berkata: "Sesungguhnya dia telah berbuat lalim kepadamu dengan meminta kambingmu itu untuk ditambahkan kepada kambingnya. Dan sesungguhnya kebanyakan dari orang-orang yang berserikat itu sebahagian mereka berbuat lalim kepada sebahagian yang lain, kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan amal yang saleh; dan amat sedikitlah mereka ini". Dan Daud mengetahui bahwa Kami mengujinya; maka ia meminta ampun kepada Tuhannya lalu menyungkur sujud dan bertobat. "(QS AL-Shad : 24).

Maksud dari ayat di atas adalah orang-orang yang berserikat yang saling merugikan satu sama lain, kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan amal shaleh.

Hutang berkaitan dengan kebutuhan tambahan modal untuk operasional perusahaan. Perusahaan dapat mencari investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan atau menggunakan pihak ketiga

untuk mendapatkan hutang. Pada akad musyarakah keuntungan yang didapatkan dibagi hasilkan kepada investor tersebut dan pembagian keuntungan tersebut harus sudah disepakati di awal perjanjian.

Al-Qard adalah suatu akad pinjaman kepada nasabah dengan ketentuan bahwa nasabah wajib mengembalikan dana yang diterimanya kepada LKS (Lembaga Keuangan Syariah) pada waktu yang telah disepakati oleh LKS dan nasabah.

Perusahaan Syari'ah dapat menggunakan akad Al-Qard untuk mendapatkan modal atau menggunakan hutang. Perusahaan syari'ah wajib mengembalikan jumlah pokok yang diterima dalam waktu yang telah disepakati dan tanpa bunga.

Hasil Penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Utama (2016), dan Izzah (2017) yang menyimpulkan bahwa leverage berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan, Akan tetapi hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian sebelumnya yaitu penelitian yang dilakukan oleh Taswan dan Soliha (2002) yang menunjukkan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Begitupun juga penelitian yang dilakukan oleh Rustendi, Tedi & Jimmi, Farid (2008) dan Wardani, D.K & Hermuningsih, Sri (2011).

4.2.4 Pengaruh Kepemilikan Manajerial (MOWN) Terhadap Nilai perusahaan (PBV) Dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Moderasi

Kebijakan hutang dapat memoderasi pengaruh antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Ada pengaruh negatif (memperlemah) kebijakan hutang dalam memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kebijakan hutang maka dapat menurunkan kepemilikan saham manajerial dan mengakibatkan nilai perusahaan menurun. Dari hasil pengujian terbukti bahwa kebijakan hutang tidak dapat memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa menolak hipotesis keempat yang menduga bahwa kebijakan hutang (DER) dapat memperlemah pengaruh kepemilikan manajerial (MOWN) terhadap nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2014-2016.

Perusahaan sangat rentan terhadap terjadinya konflik keagenan. Konflik keagenan dapat terjadi antara manajemen dengan pemegang saham serta antara kreditur dengan pemegang saham. Konflik keagenan dapat diatasi antara lain melalui mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan masing-masing pihak. Namun mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan *agency cost*. Kepemilikan manajerial merupakan salah satu upaya yang dapat digunakan untuk mengatasi konflik keagenan dan mengurangi *agency cost*. Taswan (2003)

menyatakan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan mensejajarkan kepentingan manajerial dengan pemegang saham. Adanya kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan-keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (Wahidahwati, 2002). Adanya bagian saham yang dimiliki oleh manajemen akan membuat manajemen merasa ikut memiliki perusahaan, sehingga mereka akan berupaya untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Kebijakan Hutang juga merupakan salah satu cara untuk mengurangi agency cost. *Trade off theory* mengakui adanya struktur modal yang optimal dimana untuk mendapatkan nilai perusahaan yang maksimum bisa dicapai dengan struktur modal yang optimal (Chandra, 2006:171). Teori *Trade off* menjelaskan tentang penggunaan hutang yang akan meningkatkan nilai perusahaan hanya pada batas tertentu. Setelah melewati batas, penggunaan hutang menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan risiko *financial distress* dan *agency cost*. Oleh karena itu, manajer harus berusaha menekan jumlah hutang serendah mungkin. Tindakan disisi lain tidak menguntungkan karena perusahaan hanya mengandalkan dana dari pemegang saham. Perusahaan tidak dapat

berkembang cepat dibandingkan jika perusahaan juga menggunakan dana dari kreditur.

Semakin besar kepemilikan saham manajerial, maka pihak manajerial akan bekerja lebih proaktif dalam mewujudkan kepentingan pemegang saham dan akhirnya akan meningkatkan kepercayaan, kemudian nilai perusahaan juga akan naik. Menurut Jensen dan Meckling (1976), jika manajemen memiliki kepemilikan saham yang tinggi dalam perusahaan, maka investor akan mengurangi tingkat hutang secara optimal sehingga akan mengurangi biaya keagenan hutang. Manajemen akan menggunakan hutang pada tingkatan yang dapat menimbulkan risiko terkecil. Hal ini berarti jika semakin tinggi penggunaan hutang dalam suatu perusahaan, maka kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen akan semakin rendah, karena pihak manajemen menggunakan hutang meningkatkan penggunaan hutang pada tingkatan yang menimbulkan risiko tinggi untuk mengurangi agensi cost. Dengan rendahnya kepemilikan yang dimiliki manajemen dalam suatu perusahaan, maka manajemen cenderung untuk bertindak mengejar kepentingan dirinya sendiri dan sudah tidak berdasarkan memaksimalkan nilai dalam mengambil keputusan pendanaan, dan pada akhirnya akan menurunkan kepercayaan, dan dapat menurunkan nilai perusahaan.

Hasil analisis data diatas dapat disebabkan bahwa di Indonesia, *insider ownership* tidak memiliki hubungan dengan kebijakan hutang. Fenomena ini terjadi di Indonesia karena *insider ownership* tidak memiliki

prosentase yang besar yang menentukan kebijakan hutang. Menurut peraturan Bapepam, aksi perusahaan untuk menentukan kebijakan hutang harus diputuskan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Insider ownership di Indonesia tidak mampu untuk mengendalikan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian Hermuningsih dan Wardani (2009) yang menemukan bahwa di Indonesia, struktur kepemilikan tidak memiliki hubungan dengan nilai perusahaan melalui kebijakan hutang perusahaan.

Dari hasil dari penelitian di atas dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang bukan sebagai variabel moderasi, dikarenakan kebijakan hutang tidak berinteraksi dengan kepemilikan manajerial, namun kebijakan hutang berhubungan dengan Nilai Perusahaan, maka variabel kebijakan hutang tersebut bukanlah variabel moderator melainkan merupakan variabel intervening atau variabel independen.

4.2.5 Pengaruh Kepemilikan Institusional (INST) Terhadap Nilai Perusahaan (PBV) Dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Moderasi

Pengujian hipotesis keempat merumuskan bahwa terdapat pengaruh negative (memperlemah) kebijakan hutang dalam memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kebijakan hutang maka dapat menurunkan kepemilikan saham manajerial dan mengakibatkan nilai

perusahaan menurun. Dari hasil pengujian terbukti bahwa kebijakan hutang tidak dapat memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa menolak hipotesis keempat yang menduga bahwa kebijakan hutang (DER) dapat memperlemah pengaruh kepemilikan institusional (INST) terhadap nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2014-2016.

Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitoring manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal, sehingga diindikasikan akan meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Peningkatan saham kepemilikan institusional merupakan salah satu monitoring yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency conflict* (Jensen dan Meckling, 1976).

Ismiyanti dan Hanafi (200:264) menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan serta penggunaan hutang oleh manajer. Adanya kontrol ini menyebabkan manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya financial distress dan risiko kebangkrutan. Sebaliknya jika penggunaan hutang tinggi dalam suatu perusahaan, maka semakin lemah control internal dalam terhadap perusahaan dikarenakan semakin menunjukkan semakin rendah kepemilikan institusioanal dalam suatu perusahaan. Lemahnya control

internal terhadap perusahaan ini tidak dapat mengantisipasi penggunaan hutang yang besar oleh pihak manajemen, yang mana penggunaan hutang pada tingkatan tertentu akan semakin besar resiko perusahaan dan berdampak pada turunnya nilai perusahaan.

Dari hasil analisis moderasi di atas dapat disimpulkan bahwa variabel kebijakan hutang tidak dapat memoderasi kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Hal ini bisa dikatakan bahwa investor institusional bisa saja lebih berfokus pada laba per lembar saham yang didapatkan dari kebijakan hutang perusahaan, sehingga perubahan yang terjadi pada laba sekarang akan mempengaruhi keputusan investor institusional untuk tetap berinvestasi pada perusahaan atau menarik dana yang ditanamkannya. Jika perubahan ini dirasa tidak menguntungkan bagi pemegang saham, maka investor institusional akan menarik sahamnya. Karena persentase saham investor institusional cukup besar, penarikan saham yang dilakukan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara keseluruhan.

Dari hasil dari penelitian di atas dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang bukan sebagai variabel moderasi, dikarenakan kebijakan hutang tidak berinteraksi dengan kepemilikan institusional, namun kebijakan hutang berhubungan dengan Nilai Perusahaan, maka variabel kebijakan hutang tersebut bukanlah variabel moderator melainkan merupakan variabel intervening atau variabel independen.

BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil uraian dari bab-bab sebelumnya terkait pengaruh kepemilikan manajerial dan institusional terhadap nilai perusahaan dengan variabel kebijakan hutang sebagai variabel pemoderasi, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Kepemilikan institusional (INST) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2016. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan institusional, maka semakin besar pula nilai perusahaannya. Semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh kepemilikan institusional akan menyebabkan pengawasan yang dilakukan menjadi lebih efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajemen dan mengurangi *agency cost*. Dan dapat meningkatkan nilai perusahaan
2. Kebijakan hutang (DER) berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2014-2016. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar kebijakan hutang yang melebihi batas, maka semakin kecil nilai perusahaannya. Berdasarkan *Trade off theory* mengakui adanya struktur modal yang optimal dimana untuk mendapatkan nilai perusahaan

yang maksimum bisa dicapai dengan struktur modal yang optimal (Chandra, 2006:171). Teori *Trade off* menjelaskan tentang penggunaan hutang yang akan meningkatkan nilai perusahaan hanya pada batas tertentu. Setelah melewati batas, penggunaan hutang menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan risiko *financial distress* dan *agency cost*.

3. Kepemilikan manajerial (MOWN) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2014-2016. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya kepemilikan manajerial tidak dapat mempengaruhi besar kecilnya nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan maka dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham lainnya. Kepemilikan manajemen akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan karena mereka juga merasa memiliki perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan dikarenakan prosentase kepemilikan saham manajerial cenderung sedikit setiap tahunnya.
4. Kebijakan hutang (DER) tidak dapat memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial (INST) terhadap nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2014-2016. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya kebijakan hutang tidak

dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi penggunaan hutang dalam suatu perusahaan, maka kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen akan semakin rendah, karena pihak manajemen menggunakan hutang meningkatkan penggunaan hutang pada tingkatan yang menimbulkan resiko tinggi untuk mengurangi agensi cost. Dengan rendahnya kepemilikan yang dimiliki manajemen dalam suatu perusahaan, maka manajemen cenderung untuk bertindak mengejar kepentingan dirinya sendiri dan sudah tidak berdasarkan memaksimalkan nilai dalam mengambil keputusan pendanaan, dan pada akhirnya akan menurunkan kepercayaan, dan dapat menurunkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori di atas, bisa saja disebabkan karena di Indonesia, *insider ownership* tidak memiliki prosentase yang besar yang menentukan kebijakan hutang. Sehingga, *insider ownership* di Indonesia tidak mampu untuk mengendalikan nilai perusahaan melalui kebijakan hutang perusahaan. Dampaknya, tinggi rendahnya kebijakan hutang tidak mampu untuk mempengaruhi kuat dan lemahnya pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

5. Kebijakan hutang (DER) tidak dapat memoderasi pengaruh kepemilikan institusional (INST) terhadap nilai perusahaan (PBV). Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya kebijakan hutang tidak dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Jika penggunaan hutang tinggi dalam suatu

perusahaan, maka semakin lemah control internal dalam terhadap perusahaan dikarenakan semakin menunjukkan semakin rendah kepemilikan institusioanal dalam suatu perusahaan. Lemahnya control internal terhadap perusahaan ini tidak dapat mengantisipasi penggunaan hutang yang besar oleh pihak manajemen, yang mana penggunaan hutang pada tingkatan tertentu akan semakin besar resiko perusahaan dan berdampak pada turunnya nilai perusahaan.

Hasil Penelitian ini tidak sesuai dengan teori di atas, Bisa saja hal ini dikarenakan dikarenakan investor di Indonesia cenderung lebih mengutamakan laba sekarang yang dihasilkan oleh perusahaan untuk mendapatkan nilai lebih dari saham yang ditanamkan para investor ke perusahaan dibandingkan dengan melihat jumlah hutang yang menjadi kewajiban perusahaan. Sehingga bisa dikatakan bahwa tinggi rendahnya kebijakan hutang perusahaan yang diprosikan melalui debt to equity ratio tidak bisa memperkuat ataupun memperlemah pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Kesimpulan hasil dari penelitian di atas dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang sebagai variabel moderator (Z) adalah bukan sebagai variabel moderasi, dikarenakan kebijakan hutang (Z) tidak berinteraksi dengan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen (X), Namun kebijakan hutang (Z) berhubungan dengan Nilai Perusahaan sebagai variabel dependen (Y) maka variabel

kebijakan hutang tersebut bukanlah variabel moderator melainkan merupakan variabel intervening atau variabel independen.

5.2. Saran

a. Bagi Perusahaan

Bagi perusahaan, penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan baik buruknya peran tata kelola struktur kepemilikan yang ada di perusahaan. Sehingga hal ini diharapkan dapat membantu dalam hal konflik keagenan yang sering terjadi. Perusahaan bisa tetap meningkatkan jumlah hutang perusahaan akan tetapi tetap mempertimbangkan tingkat resiko dari kebijakan hutang yang diambil. Melihat hasil penelitian di atas walaupun kebijakan hutang berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan, akan tetapi kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional yang pada akhirnya dapat menurunkan nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa laba per lembar saham yang didapat dari kebijakan hutang perusahaan dirasa masih menguntungkan bagi investor.

b. Bagi Investor

Bagi investor, penelitian tentang struktur kepemilikan ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk menyeleksi mana saham perusahaan yang akan dijadikan investasi nantinya.

c. Bagi Peneliti Selanjutnya

Adapun untuk peneliti selanjutnya, penelitian ini dapat dijadikan rujukan untuk penelitian terdahulu tentang struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan manufaktur ataupun menjadikan kebijakan hutang sebagai variabel intervening, melihat hasil yang didapat dalam penelitian ini menyatakan bahwa kebijakan hutang bukan sebagai variabel moderasi akan tetapi variabel intervening. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperpanjang periode waktu penelitian dan memperbesar cakupan populasi sehingga sampel yang didapatkan akan lebih banyak lagi, menambah variabel lainnya yang memiliki pengaruh lebih besar terhadap nilai perusahaan serta diharapkan peneliti selanjutnya dapat menambah referensi penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Quran al_Karim dan terjemahan.
- Brigham dan Houston. (2006). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Fakhrudin, Hendy M. (2008). *Istilah Pasar Modal A-Z*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Halim, Abdul. (2005). *Analisis Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hanafi, Mamduh M. dan Fitri Ismiyanti. (2003). *Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen : Analisis Persamaan Simultan*. Simposium Nasional Akuntansi VI Ikatan Akuntansi Indonesia : 260-277.
- Hartono, Jogyanto dan P.A. Mahadwartha. (2002). *Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang Dengan Kebijakan Dividen*. Simposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntansi Indonesia : 635-647.
- Hidayati, Eva Eko. (2010). Analisis Pengaruh DER, DPR, ROE, dan Size terhadap PBV Perusahaan Manufaktur yang Lising di BEI Periode 2005-2007. *Jurnal Magister Manajemen Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro*.
- Indahwati. (2003). *Analisis Pengaruh Leverage dan Kebijakan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan Go Public di Pasar Modal Indonesia Selama Masa Krisis 1998-2001*. Disertasi Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Irfan, Ali. (2002). *Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi*. *Lintasan Ekonomi* Vol. XIX No. 2 : 83-95.
- Jensen, M. and W. Meckling. (1976). *Theory Of The Firm: Managerial Behaviour Agency Cost, and Ownership Structure*. *Journal of Finance Economics* 3 : 305-360.
- Jogyanto dan Tarjo. (2003). *Analisis Free Cash Flow dan kepemilikan manajerial terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia*. Simposium Nasional Akuntansi VI Ikatan Akuntan Indonesia : 278-290.

- Kasmir. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Margareta, Farah. (2003). *Teori dan Aplikasi Manajemen Keuangan Investasi dan Sumber Dana Jangka Pendek*. Jakarta: PT. Grasindo.
- Mursalim. (2005). *Income Smoothing dan Motivasi Investor: Studi Empiris pada Investor di BEJ*. Simposium Nasional Akuntansi VIII Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Rustendi, Tedi dan Jimmi, Farid. (2008). *Pengaruh Hutang dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI*. Jurnal Akuntansi FE UNSIL Vol 3, No. 1, 2008: 411-422.
- Sari, N.L (2016). *Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Real Estate dan Properti yang Terdaftar di BEI 2010-2014*. Skripsi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
- Sartono, Agus. (1999). *Manajemen Keuangan – Teori dan Aplikasi. Edisi ke-3 cetakan kelima*. Yogyakarta : BPF.
- Setiawan, Agustinus., Fauziah Md. Taib, dan Suhaimi Shahnnon. (2002). *The Determinant of Corporate Debt in Indonesian Public Listed Company*. Jurnal Bisnis dan Ekonomi Vol. VII No. 1 : 1-16.
- Sudarma, Made. (2004). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan*. Disertasi Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Sudjaja, Ridwan dan Inge Berlian. (2002). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Prenhalindo.
- Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Pendidikan (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D)*. Bandung : Alfabeta.
- Suharyadi dan Purwanto. (2009). *Statistika Untuk Ekonomi dan Keuangan Modern*. Jakarta : Salemba Empat
- Suhendi, Hendi. (2013). *Fiqh Muamalah*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Utama, Yayak Ardi Pranata (2016). *Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Pemoderasi*, Jurnal Ilmu dan riset akuntansi, 5 (3) : 1-18)
- Wahyudi, Untung dan Pawestri, H.P (2006). *Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening*. Simposium Nasional Akuntansi IX Ikatan Akuntan Indonesia: K-AKPM 17: 1-25.

Wahidahwati. (2001). *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Perspektif Agency Theory*. Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia : 1084-1107.

Wardani, D.K & Hermuningsih, Sri. (2011). *Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja KKeuangan dan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening*. Jurnal Siasat Bisnis Vol. 15, No. 1, Januari 2011: 27-36



LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Variabel Penelitian
Data Variabel MOWN Periode 2014-2016

NO	Kode	MOWN			Rata-rata
		2014	2015	2016	
1	BTON	9.58	9.58	9.58	9.58
2	LION	0.24	0.24	0.24	0.24
3	LMSH	25.58	25.58	23.7	24.95
4	NIKL	0.03	0.03	0.01	0.02
5	PICO	0.04	0.04	0.04	0.04
6	TBMS	0.06	0.06	0.06	0.06
7	DPNS	5.71	5.71	5.71	5.71
8	SRSN	11.69	11.69	22.05	15.14
9	BRNA	7.21	6.56	5.08	6.28
10	SULI	0.96	0.96	24.63	8.85
11	ALDO	14.32	14.32	14.32	14.32
12	ASII	0.04	0.04	0.04	0.04
13	INDS	0.44	0.44	0.44	0.44
14	NIPS	3.37	3.37	5.99	4.24
15	PRAS	4.96	4.96	4.96	4.96
16	ARGO	2.41	2.41	2.41	2.41
17	HDTX	2.38	2.88	2.85	2.70
18	SSTM	8	8	37	17.67
19	ALTO	2.24	2.24	2.24	2.24
20	SKLT	0.12	0.24	0.28	0.21
21	STTP	3.17	3.19	3.19	3.18
22	ULTJ	17.9	17.91	11.49	15.77
23	GGRM	0.92	0.92	0.67	0.84
24	PYFA	11.54	11.54	23.08	15.39
25	TCID	0.14	0.14	0.14	0.14
26	KICI	0.23	0.23	0.23	0.23
27	LMPI	0.02	0.02	0.01	0.02
Rata-rata		4.937	4.937	7.424	5.766

Data Variabel INST Periode 2014-2016

NO	Kode	INST			Rata-rata
		2014	2015	2016	
1	BTON	81.83	81.83	81.83	81.83
2	LION	97.7	57.7	99.76	85.05
3	LMSH	72.22	72.22	72.22	72.22
4	NIKL	80.11	62.11	90.1	77.44
5	PICO	54.1	94.1	94.61	80.94
6	TBMS	86.23	86.23	85.93	86.13
7	DPNS	66.47	59.64	59.86	61.99
8	SRSN	77.69	77.99	47.99	67.89
9	BRNA	51.42	51.42	62.53	55.12
10	SULI	43.62	72.8	78.11	64.84
11	ALDO	58.41	58.41	58.41	58.41
12	ASII	50.11	60.11	50.11	53.44
13	INDS	88.11	88.11	88.11	88.11
14	NIPS	37.11	62.9	62.9	54.30
15	PRAS	84.06	54.06	54.06	64.06
16	ARGO	34.67	54.67	54.67	48.00
17	HDTX	89.91	89.91	91.04	90.29
18	SSTM	70	70	70	70.00
19	ALTO	80.73	80.73	81.19	80.88
20	SKLT	56.09	46.09	96.09	66.09
21	STTP	76.76	66.76	56.76	66.76
22	ULTJ	76.6	46.6	44	55.73
23	GGRM	75.55	75.55	75.55	75.55
24	PYFA	53.85	53.85	53.85	53.85
25	TCID	73.74	73.74	73.77	73.75
26	KICI	93.06	83.06	83.06	86.39
27	LMPI	83.27	83.27	83.27	83.27
Rata-rata		70.127	69.032	72.214	70.458

Data Variabel DER Periode 2014-2016

NO	Kode	DER			Rata-rata
		2014	2015	2016	
1	BTON	18.58	22.81	23.52	21.64
2	LION	0.42	0.41	0.46	0.43
3	LMSH	0.2	0.19	0.39	0.26
4	NIKL	2.4	2.04	1.8	2.08
5	PICO	1.71	1.45	1.34	1.50
6	TBMS	7.99	5.02	3.49	5.50
7	DPNS	12.72	13.75	12.48	12.98
8	SRSN	43.49	68.81	78.37	63.56
9	BRNA	2.73	1.2	1.03	1.65
10	SULI	-3.46	-4.93	-5.09	-4.49
11	ALDO	1.33	1.14	1.04	1.17
12	ASII	1	0.94	0.93	0.96
13	INDS	25.2	33.1	19.8	26.03
14	NIPS	1.1	1.54	1.09	1.24
15	PRAS	0.88	1.12	1.03	1.01
16	ARGO	-8.07	-5.12	-3.04	-5.41
17	HDTX	6	2.5	3	3.83
18	SSTM	2	1.6	1.55	1.72
19	ALTO	1.33	1.33	1.42	1.36
20	SKLT	127.5	145.4	91.9	121.60
21	STTP	1.08	0.9	1.07	1.02
22	ULTJ	28.37	26.54	51.49	35.47
23	GGRM	75.8	67.1	59.1	67.33
24	PYFA	77.72	58.02	58.34	64.69
25	TCID	48.8	21.4	22.5	30.90
26	KICI	0.48	0.43	0.57	0.49
27	LMPI	1.04	9.8	9.9	6.91
Rata-rata		17.716	17.722	16.277	17.238

Data Variabel PBV Periode 2014-2016

NO	Kode	PBV			Rata-rata
		2014	2015	2016	
1	BTON	0.55	0.53	0.64	0.57
2	LION	5.14	3.2	5.16	4.50
3	LMSH	6.8	5.49	6.49	6.26
4	NIKL	0.7	0.24	11.13	4.02
5	PICO	0.4	0.29	0.49	0.39
6	TBMS	0.77	0.37	0.83	0.66
7	DPNS	0.51	0.53	0.5	0.51
8	SRSN	0.85	0.89	-0.91	0.28
9	BRNA	1.31	0.67	1.39	1.12
10	SULI	-2.21	0.53	0.46	-0.41
11	ALDO	1.67	2.37	2.6	2.21
12	ASII	2.6	3.92	3.54	3.35
13	INDS	0.58	0.12	0.26	0.32
14	NIPS	1.43	1.04	0.78	1.08
15	PRAS	5.34	0.12	0.22	1.89
16	ARGO	2.74	0.69	0.54	1.32
17	HDTX	0.95	2.28	1.64	1.62
18	SSTM	0.45	0.25	1.75	0.82
19	ALTO	1.41	1.4	0.01	0.94
20	SKLT	-3.74	-2.21	1.27	-1.56
21	STTP	4.8	3.92	3.82	4.18
22	ULTJ	4.91	4.07	3.95	4.31
23	GGRM	3.66	2.78	3.27	3.24
24	PYFA	0.77	0.59	1.03	0.80
25	TCID	0.68	1.93	1.44	1.35
26	KICI	6.46	4.37	4.36	5.06
27	LMPI	0.44	0.28	0.34	0.35
Rata-rata		1.851	1.506	2.111	1.823

Lampiran 2 : Tabulasi Data

Nama Perusahaan	Periode	MOWN	INST	DER	PBV
BTON	2014	9.58	81.83	22.81	0.55
LION	2014	0.24	97.7	0.41	5.14
LMSH	2014	25.58	72.22	0.19	6.8
NIKL	2014	0.03	80.11	2.04	0.7
PICO	2014	0.04	54.1	1.45	0.4
TBMS	2014	0.06	86.23	5.02	0.77
DPNS	2014	5.71	66.47	13.75	0.51
SRSN	2014	11.69	77.69	68.81	0.85
BRNA	2014	7.21	51.42	1.2	1.31
SULI	2014	0.96	43.62	-4.93	-2.21
ALDO	2014	14.32	58.41	1.14	1.67
ASII	2014	0.04	50.11	0.94	2.6
INDS	2014	0.44	88.11	33.1	0.58
NIPS	2014	3.37	37.11	1.54	1.43
PRAS	2014	4.96	84.06	1.12	5.34
ARGO	2014	2.41	34.67	-5.12	2.74
HDTX	2014	2.38	89.91	2.5	0.95
SSTM	2014	8	70	1.6	0.45
ALTO	2014	2.24	80.73	1.33	1.41
SKLT	2014	0.12	56.09	145.4	-3.74
STTP	2014	3.17	76.76	0.9	4.8
ULTJ	2014	17.9	76.6	26.54	4.91
GGRM	2014	0.92	75.55	67.1	3.66
PYFA	2014	11.54	53.85	58.02	0.77
TCID	2014	0.14	73.74	21.4	0.68
KICI	2014	0.23	93.06	0.43	6.46
LMPI	2014	0.02	83.27	9.8	0.44
BTON	2015	9.58	81.83	0.23	0.53
LION	2015	0.24	57.7	18.58	1.2
LMSH	2015	25.58	72.22	0.42	0.49
NIKL	2015	0.03	62.11	0.2	0.24
PICO	2015	0.04	94.1	2.4	0.29
TBMS	2015	0.06	86.23	1.71	0.37
DPNS	2015	5.71	59.64	7.99	0.53
SRSN	2015	11.69	77.99	12.72	0.89
BRNA	2015	6.56	51.42	43.49	0.67
SULI	2015	0.96	72.8	2.73	-0.53

ALDO	2015	14.32	58.41	-3.46	2.37
ASII	2015	0.04	60.11	1.33	1.92
INDS	2015	0.44	88.11	1	0.12
NIPS	2015	3.37	62.9	25.2	1.04
PRAS	2015	4.96	54.06	1.1	0.12
ARGO	2015	2.41	54.67	0.88	-0.69
HDTX	2015	2.88	89.91	-8.07	2.28
SSTM	2015	8	70	6	0.25
ALTO	2015	2.24	80.73	2	1.4
SKLT	2015	0.24	46.09	1.33	1.68
STTP	2015	3.19	66.76	127.5	3.92
ULTJ	2015	17.91	46.6	1.08	4.07
GGRM	2015	0.92	75.55	28.37	2.78
PYFA	2015	11.54	53.85	75.8	0.59
TCID	2015	0.14	73.74	77.72	1.93
KICI	2015	0.23	83.06	48.8	0.37
LMPI	2015	0.02	83.27	0.48	0.28
BTON	2016	9.58	81.83	23.52	0.64
LION	2016	0.24	99.76	0.46	5.16
LMSH	2016	23.7	72.22	0.39	6.49
NIKL	2016	0.01	90.1	1.8	11.13
PICO	2016	0.04	94.61	1.34	0.49
TBMS	2016	0.06	85.93	3.49	0.83
DPNS	2016	5.71	59.86	12.48	0.5
SRSN	2016	22.05	47.99	78.37	-0.91
BRNA	2016	5.08	62.53	1.03	1.39
SULI	2016	24.63	78.11	-5.09	0.46
ALDO	2016	14.32	58.41	1.04	2.6
ASII	2016	0.04	50.11	0.93	3.54
INDS	2016	0.44	88.11	19.8	0.26
NIPS	2016	5.99	62.9	1.09	0.78
PRAS	2016	4.96	54.06	1.03	0.22
ARGO	2016	2.41	54.67	-3.04	0.54
HDTX	2016	2.85	91.04	3	1.64
SSTM	2016	37	70	1.55	1.75
ALTO	2016	2.24	81.19	1.42	0.01
SKLT	2016	0.28	96.09	91.9	1.27
STTP	2016	3.19	56.76	1.07	3.82
ULTJ	2016	11.49	44	51.49	3.95

GGRM	2016	0.67	75.55	59.1	3.27
PYFA	2016	23.08	53.85	58.34	1.03
TCID	2016	0.14	73.77	22.5	1.44
KICI	2016	0.23	83.06	0.57	4.36
LMPI	2016	0.01	83.27	9.9	0.34

Lampiran 3. Hasil Analisis Deskriptif
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MOWN	81	.01	37.00	5.7659	7.86167
INST	81	34.67	99.76	70.4575	15.84783
DER	81	-8.07	145.40	17.2385	30.25314
PBV	81	-3.74	11.13	1.8226	2.26276
Valid N (listwise)	81				

Lampiran 4. Hasil Uji Asumsi Klasik
Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DER, MOWN, INST	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: PBV

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.242 ^a	.058	.034	1.65990	1.770

- a. Predictors: (Constant), INST, MOWN
b. Dependent Variable: PBV

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	67.080	3	22.360	5.027	.003 ^a
Residual	342.525	77	4.448		
Total	409.605	80			

Variables Entered/Removed^b

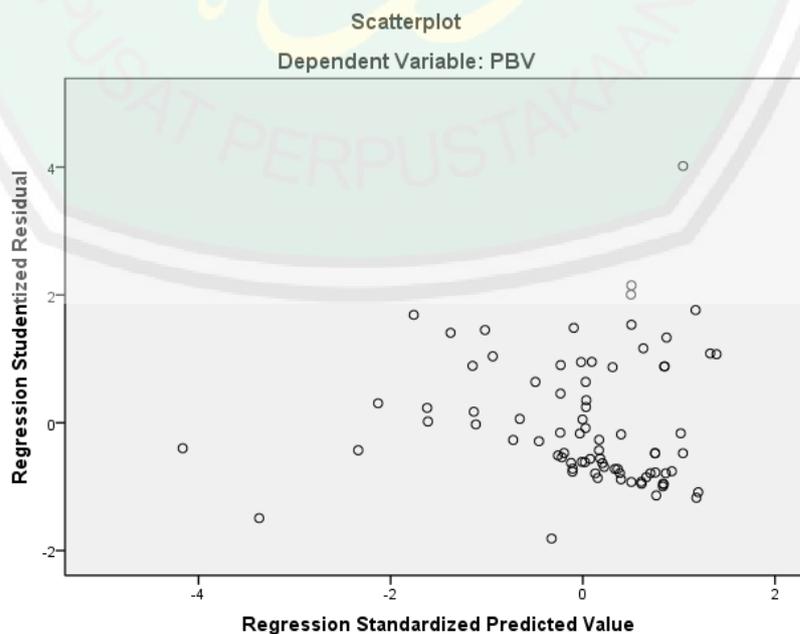
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DER, MOWN, INST	.	Enter

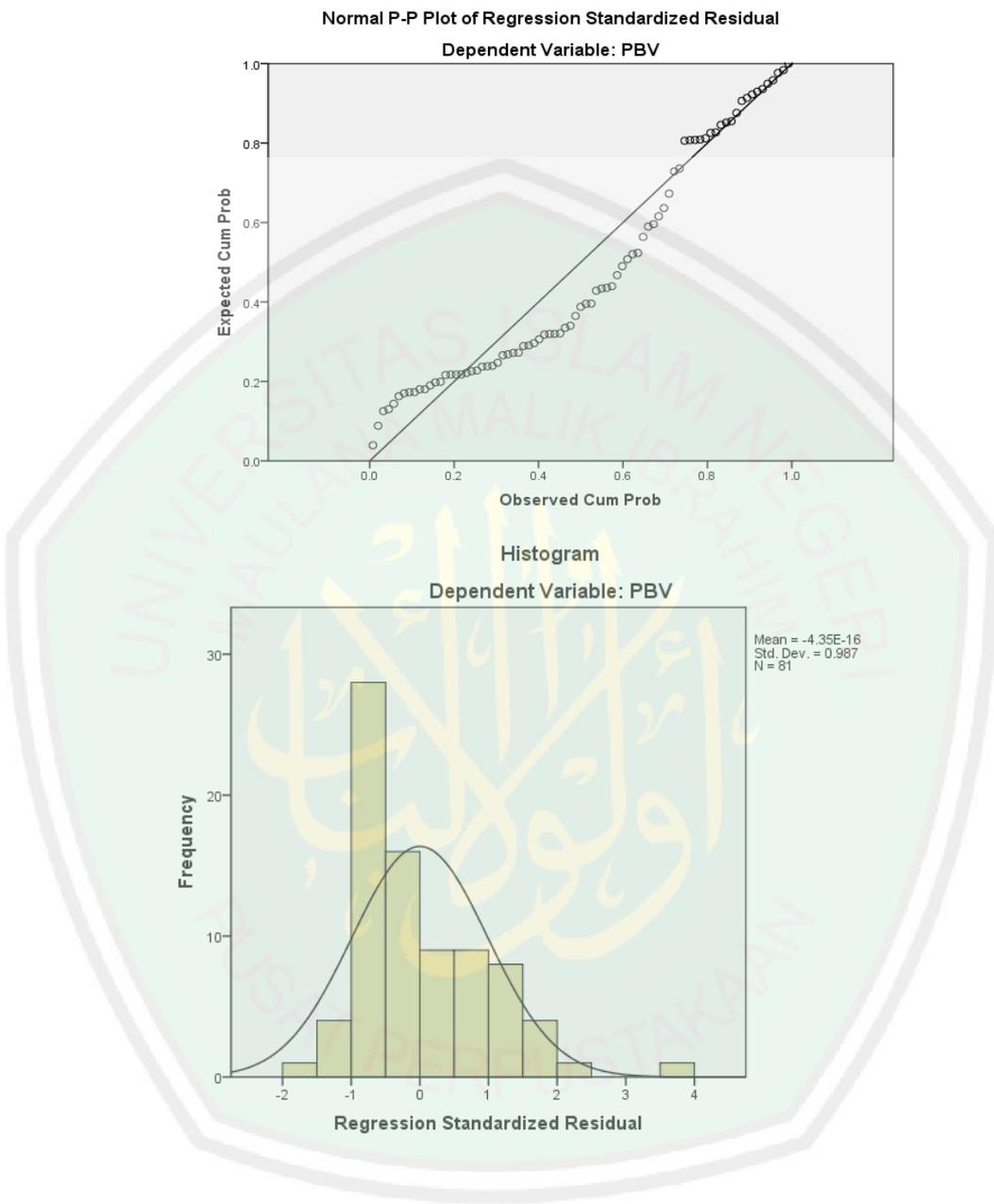
a. Predictors: (Constant), DER, MOWN, INST

b. Dependent Variable: PBV

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.446	1.183		-.377	.707		
	MOWN	.060	.031	.210	1.962	.053	.949	1.054
	INST	.032	.015	.227	2.105	.039	.935	1.069
	DER	-.021	.008	-.280	-2.667	.009	.984	1.016

a. Dependent Variable: PBV





Lampiran 4. Hasil Analisis Regresi Berganda

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DER, MOWN, INST	.	Enter

- a. All requested variables entered.
 b. Dependent Variable: PBV

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.242 ^a	.058	.034	1.65990	1.770

- a. Predictors: (Constant), INST, MOWN
 b. Dependent Variable: PBV

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	67.080	3	22.360	5.027	.003 ^a
	Residual	342.525	77	4.448		
	Total	409.605	80			

- a. Predictors: (Constant), DER, MOWN, INST
 b. Dependent Variable: PBV

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.446	1.183		-.377	.707		
	MOWN	.060	.031	.210	1.962	.053	.949	1.054
	INST	.032	.015	.227	2.105	.039	.935	1.069
	DER	-.021	.008	-.280	-2.667	.009	.984	1.016

- a. Dependent Variable: PBV

Lampiran 5. Hasil Analisis Moderasi

Model I Tahap I**Variables Entered/Removed^b**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DER, MOWN ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: PBV

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.340 ^a	.116	.093	2.15499

a. Predictors: (Constant), DER, MOWN

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	47.376	2	23.688	5.101	.008 ^a
	Residual	362.230	78	4.644		
	Total	409.605	80			

a. Predictors: (Constant), DER, MOWN

b. Dependent Variable: PBV

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.953	.325		6.008	.000
	MOWN	.046	.031	.159	1.497	.139
	DER	-.023	.008	-.306	-2.876	.005

a. Dependent Variable: PBV

Model I Tahap II**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.343 ^a	.118	.083	2.16666

a. Predictors: (Constant), Moderat1, MOWN, DER

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	48.134	3	16.045	3.418	.021 ^a
	Residual	361.472	77	4.694		
	Total	409.605	80			

a. Predictors: (Constant), Moderat1, MOWN, DER

b. Dependent Variable: PBV

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.925	.334		5.756	.000
	MOWN	.053	.036	.184	1.491	.140
	DER	-.021	.009	-.280	-2.225	.029
	Moderat1	.000	.001	-.057	-.402	.689

a. Dependent Variable: PBV

Model II Tahap I**Variables Entered/Removed^b**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DER, INST ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: PBV

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.349 ^a	.122	.099	2.14729

a. Predictors: (Constant), DER, INST

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.376	1.127		.334	.740
	INST	.026	.015	.179	1.678	.097
	DER	-.021	.008	-.278	-2.601	.011

a. Dependent Variable: PBV

Model II Tahap II**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.349 ^a	.122	.088	2.16110

a. Predictors: (Constant), Moderat2, INST, DER

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	49.989	3	16.663	3.568	.018 ^a
	Residual	359.616	77	4.670		
	Total	409.605	80			

a. Predictors: (Constant), Moderat2, INST, DER

b. Dependent Variable: PBV

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.417	1.250		.334	.739
	INST	.025	.017	.175	1.440	.154
	DER	-.023	.031	-.310	-.744	.459
	Moderat2	3.841	.000	.033	.079	.937

a. Dependent Variable: PBV

BUKTI KONSULTASI

Nama : Renanda Jalestiana

NIM/Jurusan : 13510179/Manajemen

Pembimbing : Dr. H Misbahul Munir, LC., M.Ei

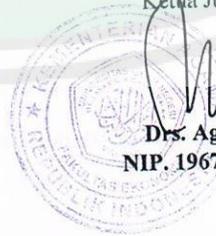
Judul Skripsi : Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Moderasi (Studi Pada Perusahaan manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2014-2016).

NO	Tanggal	Materi Konsultasi	Tanda Tangan Pembimbing
1	18 Agustus 2017	Pengajuan Outline	1.
2	6 September 2017	Pengajuan Judul	2.
3	17 September 2017	Pengajuan Judul	3.
4	29 September 2017	Konsultasi Bab I	4.
5	2 Oktober 2017	Konsultasi Bab I-III	5.
6	6 Oktober 2017	Konsultasi Bab I-III	6.
7	9 Oktober 2017	ACC Proposal	7.
8	13 Desember 2017	Konsultasi Bab IV-V	8.
9	15 Desember 2017	Konsultasi Bab IV-V	9.
10	18 Desember 2017	ACC Keseluruhan	10.

Malang, 19 Desember 2017

Mengetahui

Ketua Jurusan Manajemen,



Agus Subipto
Drs. Agus Subipto, MM †
NIP. 19670816 200312 1 001

BIODATA PENELITI

Nama Lengkap : Renanda Jalestiana
Tempat, Tanggal Lahir : Malang 7 Agustus 1994
Alamat Asal : Dusun Tunjungsari RT 26 RW 06
Alamat Kos : Jl. Mertojoyo Blok S No.9 Lowokwaru Malang
Telepon/HP : 0852-3469-3200
E-mail : jalestiana@gmail.com

Pendidikan Formal

1999-2001 : TK Dharma Wanita Bantur Malang
2001-2007 : SD Hng Tuah 8 Surabaya
2007-2010 : SMPN I Bantur Malang
2010-2013 : SMAN 1 Bantur Malang

Pendidikan Non Formal

2013-2014 : Progam Khusus Perkuliahan Bahasa Arab UIN
Maliki Malang
2015 : English Languange Center (ELC) UIN Maliki
Malang

Pengalaman Organisasi

- OSIS SMAN 1 Bantur periode 2011/2012 dan 2012/2013.
- *Anggota Sharla Economic Student Community (SESCOM) UIN Maliki Malang Tahun 2016.*