

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Firm Value Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel *Intervening* (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2012-2016)

M.Rofiananda¹, Fefri Indra Arza², Erly Mulyani³

¹⁾Alumni Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang

^{2,3)}Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang

*Korespondensi: rofiananda3119@gmail.com

Abstract: *This research was conducted to determine the effect of managerial ownership and institutional ownership on firm value with debt policy as an intervening variable. The population in this study are manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2012-2016. The variable value of the company is measured using price to book value by dividing the present value with the book value of the company. The sample in this study was determined by purposive sampling method. The type of data used is secondary data obtained from www.idx.co.id as well as company websites and other sites related to research. The analytical method used is Partial Last Squer Analysis. The results of this study indicate that managerial ownership has no effect on firm value, managerial ownership has a positive significant effect on firm value through debt policy, institutional ownership has a positive significant effect on firm value and institutional ownership does not affect firm value through debt policy.*

Keywords: *Manajerial Ownership; Institusional Ownership; Debt Policy; and firm value*

How to cite (APA 6th style)

Rofianda, M., Arza, F.I & Mulyani, Erly. (2019). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Firm Value Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening' (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016). *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 1(1) Seri C, 349-368.

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi (Lestari, 2017). Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Menurut Sartono (2010) nilai perusahaan adalah nilai jual sebuah perusahaan sebagai suatu bisnis yang sedang beroperasi. Adanya kelebihan nilai jual diatas nilai likuidasi adalah nilai dari organisasi manajemen yang menjalankan perusahaan itu.

Perusahaan sebagai entitas ekonomi memiliki tujuan yang sama dari satu dengan yang lainnya, yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai sebuah perusahaan, maka investor akan tertarik untuk menjadi pemilik dari perusahaan dengan cara membeli saham perusahaan tersebut. Lazimnya sebuah perusahaan mempunyai tujuan jangka pendek maupun jangka panjang. Untuk jangka pendek perusahaan akan memaksimalkan laba perusahaan menggunakan sumberdaya yang ada, dan untuk jangka panjang perusahaan akan memaksimalkan peningkatan nilai perusahaan tersebut (Chandra, 2014).

Nilai perusahaan dalam penelitian ini di proxykan dengan pengukuran PBV (price book value) yang merupakan gambaran seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Rasio PBV yang lebih dari satu mencerminkan nilai pasar saham lebih besar dari pada nilai bukunya, bisa dikatakan kemakmuran didapat oleh pemegang saham, yang merupakan salah satu tujuan pada sebuah perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan yang dilihat dari kenaikan harga saham dipasaran (Dwi, 2012).

Kepemilikan manajerial memiliki dua tugas yang berbeda. Pertama yaitu manajer berperan sebagai manajer perusahaan, kedua manajer berperan sebagai pemegang saham perusahaan. Peran double yang di miliki oleh pihak insider akan berdampak kepada kinerjanya saat bekerja dan akan menimbulkan keinginan untuk mempertahankan posisi dalam sebuah perusahaan (Komang, 2013).

Pemilik saham internal baik direktur maupun manajer biasanya akan merugikan pihak eksternal pemilik perusahaan dengan mementingkan kepentingan pribadi atau keuntungan pribadi tanpa memikirkan dampaknya bagi perusahaan, itu disebabkan karena presentase kepemilikan oleh insider yang masih rendah pada perusahaan tersebut (Rizky, 2014). Hal ini mengakibatkan insider tidak dapat mencapai tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan yang diproxy kan sebagai nilai saham (PBV).

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan utang berperan dalam mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering disebut bonding mechanis. Bonding mechanism melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan berusaha menyamakan kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajemen (Ayu, 2016). Kekayaan pribadi manajemen semakin terikat dengan kekayaan perusahaan jika kepemilikan manajerial ditingkatkan. Apabila presentase kepemilikan manajerial lebih besar, maka manajer akan lebih hati hati dalam mengambil sebuah keputusan agar tidak merugikan diri mereka sendiri, pemegang saham eksternal, dan nilai perusahaan yang di proxy kan dengan PBV. Nilai perusahaan yang menurun bisa dikatakan seorang manajer gagal dalam melaksanakan fungsinya sebagai manajer, dan akan beresiko tidak akan ditunjuk lagi oleh perusahaan menjadi manajer untuk selanjutnya, dan untuk pemegang saham akan beresiko kehilangan modal akibat keputusan yang dibuat oleh manajer perusahaan (Hikmah, 2012).

Pemangku kepentingan eksternal atau saham yang dimiliki oleh intitusi dari luar perusahaan (institutional ownership) merupakan pemegang saham yang cukup besar sekaligus memiliki pendanaan yang besar dalam suatu perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh institusi diluar perusahaan, itu akan membuat pengawasan yang lebih optimal dan mengurangi konflik keagenan dengan cara diawasi dan dikontrol pihak manajemen perusahaan agar melakukan keputusan sesuai tujuan perusahaan, sehingga akan meminimalkan tindakan kecurangan yang dilakukan oleh manajer (Fachrur, 2014).

Perusahaan yang memiliki pendanaan besar, maka kecil kemungkinan beresiko mengalami kebangkrutan, sehingga keberadaannya akan meningkatkan kepercayaan publik

terhadap perusahaan (Elva, 2012). Karena kepemilikan yang dimiliki oleh pihak eksternal perusahaan bisa dikatakan saham mayoritas, maka itu akan menjadi motivasi oleh mereka agar modal yang mereka percayakan untuk perusahaan tersebut akan di kelola dengan baik oleh perusahaan melalui manajer. Dengan kepemilikan yang besar dan kepercayaan yang dimiliki oleh institusional ownership, mereka melakukan pengawasan dengan cara memonitoring manajer yang mengelola dana perusahaan sekaligus modal yang dimiliki oleh pihak Institusional perusahaan secara lebih efektif dan untuk mengawasi keputusan-keputusan yang di ambil oleh pihak manajer maupun insider ownership agar melakukan tindakan sesuai tujuan untuk mensejahterakan pemilik atau pemegang saham yang berdampak dengan peningkatan harga saham perusahaan (Dwi, 2012).

Penelitian Lestari (2017) tentang pengaruh kepemilikan institusional dan struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan hasil adanya hubungan positif antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Penelitian Ginza (2013) antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan berpengaruh positif. Sedangkan penelitian lain yang dilakukan oleh Fransiska (2013) yaitu kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Hutang merupakan kewajiban perusahaan kepada pihak lain untuk membayar sejumlah uang atau menyerahkan barang atau jasa pada tanggal tertentu. Hutang juga merupakan alternatif pendanaan yang diperoleh dari pihak eksternal yang digunakan untuk membiayai pendanaannya (Pricillia, 2015). Untuk pengambilan keputusan dan penggunaan hutang, harus mempertimbangkan biaya tetap yang akan timbul dari hutang tersebut, yaitu bunga tetap yang akan meningkatkan leverage dan juga meningkatkan ketidakpastian pengembalian bagi para pemegang saham perusahaan. Dalam hal itu keputusan yang diambil oleh manajer dalam penggunaan utang harus dilakukan secara optimal, karena manajer juga berperan sebagai pemegang saham perusahaan. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Syaifudin (2013) menyatakan bahwa struktur kepemilikan juga mempengaruhi kebijakan yang diambil oleh perusahaan termasuk kebijakan hutang. Dimana insider ownership akan mempengaruhi keputusan pencarian pendanaan apakah dari utang atau right issue. Apabila pendanaan diperoleh dari utang, maka ratio utang terhadap equity akan meningkat dan itu akan meningkatkan resiko.

Penggunaan hutang yang tinggi akan menyebabkan peningkatan *financial distress*, maka dari itu dibutuhkan suatu pengawasan untuk penggunaan hutang yang dilakukan oleh manajer, yaitu salah satu alat untuk mengawasi seorang manajer dalam penggunaan hutang adalah kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional dapat mendorong pengawasan yang lebih baik dan optimal untuk memonitoring kinerja manajer perusahaan (Ginza, 2013). Kebijakan hutang dalam penelitian ini diukur menggunakan debt ratio yaitu merupakan kemampuan perusahaan untuk membayarkannya yang ditunjukkan dengan beberapa modal sendiri. Jadi semakin rendah DER maka kemampuan perusahaan untuk membayarkan semua hutang akan semakin tinggi (Pricilia, 2015). Dengan tingginya hutang perusahaan maka akan mempengaruhi pendapatan bersih sebuah perusahaan untuk pemegang saham dan pembagian deviden. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Rizky (2014) menemukan hubungan positif antara kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian latar belakang diatas yang masih menunjukkan ketidakkonsistenan hasil penelitian, maka peneliti ingin melakukan penelitian untuk mengetahui hasil yang lebih memadai dengan data yang relevan dengan kondisi saat ini, judul yang diambil dalam penelitian ini yaitu “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Firm Value Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening’ (Studi Perusahaan Manufaktur Terdaftar di BEI tahun 2012-2016).

REVIU LITERATUR DAN HIPOTESIS

Teori Stakeholder

Menurut Ghazali (2007:409) teori stakeholder merupakan teori yang menyatakan bahwa perusahaan bukanlah entitas yang hanya beroperasi untuk kepentingan sendiri, namun harus memberikan manfaat kepada seluruh stakeholdernya (pemegang saham, kreditor, konsumen, supplier, pemerintah, masyarakat, analis, dan pihak lain) semua stakeholder mempunyai hak untuk memperoleh informasi mengenai aktivitas perusahaan selama periode tertentu yang mampu mempengaruhi pengambilan keputusan.

Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak hanya beroperasi untuk kepentingannya sendiri, namun harus memberikan manfaat bagi stakeholdernya. Budimanta (2008) menyatakan bahwa terdapat dua bentuk dalam pendekatan stakeholder yaitu *old-corporate relation* dan *new-corporate relation*. *Old-corporate relation* menekankan pada bentuk pelaksanaan aktivitas perusahaan secara terpisah, yang menunjukkan bahwa tidak terdapat kesatuan di antara fungsi dalam sebuah perusahaan ketika melakukan pekerjaannya.

Hubungan perusahaan dengan pihak di luar perusahaan juga bersifat jangka pendek dan hanya sebatas hubungan transaksional saja tanpa ada kerjasama untuk menciptakan kebermanfaatannya bersama. Pendekatan *old-corporate relation* ini dapat menimbulkan konflik karena perusahaan memisahkan diri dengan para stakeholder baik yang berasal dari dalam perusahaan dan dari luar perusahaan. Sedangkan, pendekatan *new corporate relation* menekankan kolaborasi antara perusahaan dengan seluruh stakeholder sehingga perusahaan bukan hanya menempatkan dirinya sebagai bagian yang bekerja secara sendiri dalam sistem sosial masyarakat.

Teori Keagenan

Konsep *Agency Theory* menurut Moeljono (2005) adalah hubungan antara Principal dan agent, dimana principal merupakan pihak yang akan mempekerjakan agent agar bisa mengerjakan tugas untuk kepentingan principal, dan agent merupakan pihak yang akan menjalankan kepentingan principal.

Teori keagenan mengemukakan antara pemilik dan manajer perusahaan mempunyai kepentingan yang berbeda, sehingga akan memunculkan konflik yang biasa disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*). Penerapan *agency theory* itu dapat terwujud dalam kontrak kerja yang akan mengatur proporsi hak dan kewajiban dari masing-masing pihak dengan cara memperhitungkan kemanfaatan secara keseluruhan (Fachrur, 2014).

Firm Value

Menurut Sartono (2010) nilai Perusahaan adalah nilai jual sebuah perusahaan sebagai suatu bisnis yang sedang beroperasi. Adanya kelebihan nilai jual diatas nilai likuidasi adalah nilai dari organisasi manajemen yang menjalankan perusahaan itu. Menurut Gitman (2006) nilai perusahaan adalah nilai aktual per lembar saham yang akan diterima apabila aset perusahaan dijual sesuai harga saham.

Nilai perusahaan yang tinggi merupakan keinginan pemilik perusahaan, karena nilai saham yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham. Kekayaan pemegang saham dilihat dari harga pasar dari saham yang menjadi patokan dari keputusan investasi, pendanaan, dan manajemen aset. Nilai perusahaan yang diindikasikan melalui nilai pasar saham dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi (Indahnungrum, 2009). Dengan adanya peluang tersebut akan memberikan sinyal yang positif terhadap perusahaan dimasa yang akan datang.

Sehingga akan meningkatkan harga saham, harga saham meningkat maka nilai perusahaan akan meningkat juga yang diproxy kan dengan price book value.

Nilai perusahaan pada tiap perusahaan tidak ada yang sama, setiap investor mempunyai cara pandang yang berbeda dalam merespon informasi-informasi terkait dengan kinerja perusahaan ataupun perubahan kondisi perekonomian. Banyak cara yang dapat digunakan untuk menilai suatu perusahaan, yaitu : Price Earnings Ratio (PER), Price to Book Value (PBV), Market to Book Value (MBV), Free Cash Flow (FCF), Price to Cash Flow Ratio (PCF), Tobin's Q (Dewantoro, 2016).

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Seorang manajemen diberikan kesempatan atas kepemilikan saham perusahaan, jika kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen meningkat diharapkan akan mendorong peningkatan kinerja perusahaan, dan dengan meningkatnya kinerja perusahaan diharapkan juga dapat meningkatkan harga saham perusahaan sebagai indikator dari nilai perusahaan (Riza, 2013). Dengan adanya kepemilikan manajerial dalam perusahaan, maka akan terjadi peningkatan nilai perusahaan akibat dari peningkatan presentase kepemilikan manajerial. Karena besarnya kepemilikan insider tersebut akan membuat manajer lebih efektif dalam memonitoring aktifitas yang dilakukan oleh perusahaan.

Besarnya kepemilikan manajerial menunjukkan bahwa manajemen mempunyai saham perusahaan, dimana manajer yang ikut memiliki saham perusahaan akan mempunyai kepentingan yang menyatu, yaitu apabila nilai perusahaan meningkat maka peningkatan nilai perusahaan akan dinikmati bersama antara pemilik dan manajemen (Komang, 2013).

Didalam laporan keuangan perusahaan, kepemilikan manajerial ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi penting bagi stakeholder perusahaan maka informasi ini akan diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan. Dalam teori keagenan, hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara agent dan principal (Candra, 2014)

Dalam penelitian ini INSD merupakan proxy dari kepemilikan manajerial. INSD diukur dengan membagi jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali internal perusahaan dengan jumlah saham yang beredar (Hikmah, 2012). Kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan dapat menyelaraskan perselisihan konflik kepentingan antara kepemilikan saham oleh institusi diluar perusahaan dengan manajemen perusahaan.

Kepemilikan Instiusional

Kepemilikan institusional adalah saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, dana pensiun, atau perusahaan lain (Lestari, 2017). Kepemilikan institusional diukur sesuai persentase kepemilikan saham oleh institusi perusahaan. Pemegang saham institusional berbentuk entitas seperti perbankan, asuransi, dana pensiun, reksa dana dan institusi lainnya. pemegang saham institusional ini biasanya memiliki presentasi kepemilikan yang cukup besar dalam sebuah perusahaan. Dimana semakin besar modal yang ditanamkan oleh pemilik eksternal perusahaan ini maka semakin tinggi tingkat pengawasan yang dilakukan terhadap manajer yang berperilaku opportunistik (Fachrur, 2014)

Kepemilikan Institusional yang menjadi alat untuk monitoring bagi manajer untuk bisa melakukan tindakan yang tidak hanya menguntungkan kepentingan pribadi saja. Investor Institusional yang menjadi pemegang saham terbesar dalam perusahaan bisa melakukan

pengawasan terhadap manajemen agar manajer bisa menyelaraskan kepentingan manajer dengan stakeholder perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan (Dwi, 2012)

Kepemilikan institusional dalam penelitian ini di proxykan dengan INST. INST diukur dengan membagi jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dengan jumlah saham yang beredar. Karena Kepemilikan Institusional merupakan kepemilikan saham suatu perusahaan yang dimiliki oleh pihak / institusi diluar manajerial, dimana kepemilikan institusional umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan (Fransiska, 2013).

Kebijakan Hutang

Hutang merupakan kewajiban perusahaan kepada pihak lain untuk membayar sejumlah uang atau menyerahkan barang atau jasa pada tanggal tertentu. Hutang juga merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya leverage keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. (Djarwanto, 2004).

Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang yang dibuat perusahaan untuk menentukan kebutuhan pendanaan apa saja yang akan dibiayai dengan hutang. Dimana pendanaan tersebut diperoleh dari luar perusahaan atau eksternal perusahaan. Kebanyakan perusahaan menggunakan hutang untuk mendapatkan pendanaan dari pada harus menerbitkan saham baru karena diras lebih aman. Sehingga semakin tinggi tingkat hutang sebuah perusahaan pada posisi tertentu, maka nilai perusahaan akan meningkat juga (Andianto, 2014).

Teori Kebijakan Hutang

Signalling Teori

Teori ini menyatakan bahwa perusahaan yang baik akan dengan sengaja memeberikan sinyal kepada pasar, agar pasar dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dengan perusahaan yang berkualitas buruk. Teori ini berasal dari teori akuntansi pragmatik yang dilihat dari perubahan perilaku terhadap informasi yang diterima oleh pemakai informasi. Dimana suatu tindakan yang diambil perusahaan untuk memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik (Hartono, 2005). Salah satunya ketika emiten mengumumkan informasi, yang nanti akan berpengaruh terhadap naik turunnya harga sekuritas perusahaan yang melakukan pengumuman (Suwardjono, 2005)

Pecking Order Theory

Pecking order theory adalah teori yang menyatakan bahwa; (1) perusahaan menyukai pendanaan internal yaitu laba ditahan, (2) apabila pendanaan eksternal itu diperlukan, maka perusahaan akan melakukan penerbitan sekuritas yang aman dahulu, yaitu penerbitan obligasi, penerbitan saham baru, sekuritas berkarakteristik. Dalam teori ini tidak ada target ratio, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu modal internal dan eksternal. Dimana modal sendiri yang didapat dari internal perusahaan lebih disukai daripada modal dari eksternal ((Brealey dan Myers, 1991).

Teori *pecking order* berasal dari beberapa asumsi yang menekankan pada pentingnya financial slack yang cukup di perusahaan guna mendanai proyek-proyek bagus dengan dana internal. Internal equity diperoleh dari laba ditahan dan depresiasi atau amortisasi. Utang

diperoleh dari pinjaman kreditur, sedangkan eksternal equity di peroleh karena perusahaan menerbitkan saham baru.

a. Trade off Theory

Trade off theory adalah teori yang menyatakan bahwa hutang yang digunakan seratus persen sulit dijumpai, tapi kenyataannya semakin tinggi hutang yang digunakan maka beban yang harus ditanggung akan semakin tinggi juga. Semakin tinggi hutang maka semakin tinggi juga adanya kemungkinan terjadi kebangkrutan. Teori trade off ini menjelaskan bahwa ada hubungan antara pajak, penggunaan hutang dan resiko kebangkrutan yang disebabkan oleh keputusan struktur modal yang diambil perusahaan. Dalam trade of theory ini membandingkan antara biaya dan manfaat atau membandingkan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang (Brealey, 1991).

Hubungan Antar Variabel

1. Kepemilikan Manajerial terhadap Firm Value

Kepemilikan saham manajerial akan membantu penyatuan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan membuat manajer ikut merasakan manfaat dan kerugian dari pengambilan keputusan yang salah Konflik kepentingan antara manajer dengan pemilik menjadi semakin besar ketika kepemilikan manajer terhadap perusahaan semakin kecil.

Manajer berusaha memaksimalkan dirinya dibandingkan kepentingan perusahaan, sebaliknya semakin besar kepemilikan manajer didalam perusahaan maka semakin besar maka semakin produktif tindakan manajer dalam memaksimalkan nilai perusahaan. Oleh karena itu diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat menyejajarkan perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga (Eno, 2013).

Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (outsider ownership), apabila perusahaan tersebut berhasil maka manajemen akan memperoleh manfaat langsung namun sebaliknya akan menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (eno, 2013). Maka manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabennya adalah dirinya sendiri. Peningkatan kepemilikan saham oleh manajemen menyebabkan penurunan agency cost sehingga akan meningkatkan laba perusahaan. Dengan peningkatan permintaan saham akan berimbas kepada peningkatkan nilai perusahaan.

H1: Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

2. Kepemilikan Manajerial terhadap Firm Value Melalui Kebijakan Hutang.

Kepemilikan manajerial merupakan persentase besarnya kepemilikan saham oleh pihak manajemen dalam suatu perusahaan. Dimana pihak manajerial dalam suatu perusahaan adalah pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan, Keputusan manajemen untuk berusaha menjaga agar kebijakan hutang tidak bertambah tinggi mengacu pada teori pecking order teory menyatakan bahwa perusahaan menyukai internal financing dan apabila pendanaan dari luar (eksternal financing) diperlukan (Rizky, 2014). Pengendalian kebijakan hutang dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (Ayu, 2016). Kepemilikan manajerial yang semakin meningkat akan membuat kekayaan pribadi

manajemen semakin terikat erat dengan kekayaan perusahaan sehingga manajemen akan berusaha untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaannya

Teori agensi mengungkapkan bahwa dalam peningkatan kepemilikan saham manajerial itu dapat mengendalikan konflik agensi yang terjadi antara pemilik modal dan manajer. Dengan saham yang dimiliki oleh pihak manajer, manajer akan mensejajarkan kepentingannya dengan kepentingan para pemilik modal untuk memaksimalkan nilai perusahaan, melalui keputusan yang diambil termasuk kebijakan hutang maupun keputusan pendanaan (Alfiarti, 2014).

H2: Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan

3. Kepemilikan Institusional terhadap *Firm Value*

Kepemilikan institusional yang tinggi dalam perusahaan akan berdampak pada peningkatan kemampuan pengawasan terhadap perilaku manajemen sehingga membuat manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Hal tersebut akan mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham (Ayu, 2016). Mekanisme monitoring oleh pihak institusional menuntut manajer untuk meningkatkan kinerjanya sehingga akan menjamin peningkatan kemakmuran bagi pemegang saham.

Kepemilikan institusional merupakan alat pengawasan yang efektif untuk manajer, manajer akan bekerja lebih efisien dan hati-hati (Ginza, 2013) Kinerja manajemen yang efisien dan efektif akan meningkatkan kinerja perusahaan menjadi lebih baik sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan, semakin meningkat kepemilikan institusional akan semakin meningkat pula nilai perusahaan.

Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Monitoring tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal

H3: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

4. Kepemilikan Institusional terhadap *Firm Value* melalui Kebijakan Hutang.

Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan mendorong pihak investor institusional tersebut untuk melakukan usaha pengawasan yang lebih besar pula. Hal tersebut menjadikan perilaku opportunistik manajer dapat dicegah. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) menunjukkan kemampuan perusahaan tersebut di dalam memonitor manajemen (Riza, 2013).

Kepemilikan institusional mampu melakukan kegiatan monitoring secara efektif, sebab kepemilikan institusional terfokus kepada proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusi pada suatu perusahaan. Kepemilikan institusional memberikan pengawasan terhadap kinerja manajemen khususnya pada penggunaan dana perusahaan yang berasal dari dana pihak ketiga berupa hutang, guna menghindari kecenderungan manajer menggunakan hutang untuk memperoleh keuntungan pribadi dan tidak mempertimbangkan kemakmuran pemegang saham (Ginza, 2013).

Semakin tinggi kepemilikan institusional yang dimiliki, maka penggunaan hutang bisa diminimumkan. Dimana penggunaan hutang yang rendah bisa menjaga apabila ada resiko kebangkrutan pada perusahaan (Ginza, 2013). Apabila hutang suatu perusahaan rendah, maka itu akan menjadi informasi yang positif bagi pasar akan kondisi keuangan perusahaan yang baik. Dan semakin rendahnya hutang maka itu akan meningkatkan nilai perusahaan.

Variabel kebijakan hutang digunakan sebagai variabel intervening karena variabel ini berperan dalam memberikan pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan secara tidak langsung. Keberadaan keputusan perusahaan dalam menggunakan hutang mampu mempengaruhi tinggi rendahnya nilai perusahaan, terlebih ketika perusahaan berupaya mengurangi biaya agensi yang terjadi antara manajer dan pemegang saham (Ginza, 2013)

H4: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap firm value melalui kebijakan hutang.

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini adalah metode kuantitatif dengan pendekatan rumusan masalah deskriptif karena berdasarkan masalah yang dirumuskan dan tujuan yang telah ditentukan. . Sumber data berasal dari situs IDX Indonesia Stock Exchange (Bursa Efek Indonesia)/www.idx.co.id serta *website* perusahaan dan situs-situs lainnya yang berkaitan dengan penelitian. Data ini berbentuk *time series* dari tahun 2012-2016 dan *cross section* yang terdiri dari 38 perusahaan sehingga data yang digunakan adalah data panel.

Populasi yang akan diamati dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode pengamatan yaitu tahun 2012-2016, dengan jumlah populasi 148 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, yaitu sampel atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria pemilihan sampel yang telah ditentukan, maka perusahaan yang memenuhi kriteria dan dijadikan sampel dalam penelitian ini berjumlah 21 perusahaan. Kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel adalah perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh pihak perusahaan dan institusi diluar perusahaan selama periode 2012-2016, Perusahaan yang mengungkapkan data-data presentase kepemilikan saham oleh direktur, manajemen, komisaris (*insider ownership*) dan pihak luar (*Institutional invest*) dan data lain yang di butuhkan dalam penelitian ini dan perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan 2012-2016 di Bursa Efek Indonesia dalam Rupiah.

Variabel dependen pada penelitian ini adalah *firm value* adalah Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi (Lestari, 2017). Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Pengukuran dilakukan dengan membagi harga pasar saham dengan nilai bukunya.

Variabel independen dalam penelitian ini adalah :

a. Kepemilikan manajerial

Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan manajerial yaitu presentase kepemilikan saham perusahaan oleh struktur perusahaan terhadap saham yang beredar

b. Kepemilikan Institusional

Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan institusional yaitu persentase kepemilikan saham oleh pihak institusi diluar perusahaan terhadap saham yang beredar

Variabel *Intervening* dalam penelitian ini adalah

a. Kebijakan hutang

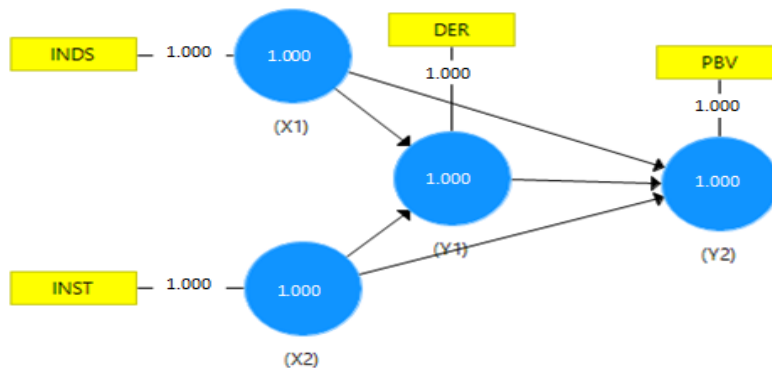
Kebijakan hutang pada penelitian ini diukur menggunakan DER (*Debt to Equity Ratio*) yang membagi total hutang dengan total ekuitas perusahaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Evaluasi Model Pengukuran (*Outer Model*)

Model pengukuran (*outer model*) melihat hubungan antara indikator dengan variabel latennya. Model pengukuran ini terdiri atas dua yaitu untuk indikator reflektif dan indikator formatif. Adapun model pengukuran untuk uji validitas dan reliabilitas dapat dilihat pada gambar 4.1 sebagai berikut

Gambar 1
Hasil PLS Algorithm



a. Uji Indicator Reliability & Internal Consistency

Pengujian reliabilitas ini digunakan untuk melihat apakah data dalam penelitian konsisten atau tidak. Konstruk dalam penelitian dinyatakan reliabel jika memiliki nilai composite reliability di atas 0,70 dan cronbach's alpha di atas 0,60.

Table 1
Composite Reliability dan Cronbach's Alpha

Construct Reliability and Validity						
Matrix	Cronbach's Alpha	rho_A	>>2	Copy to Clipboard:	Excel Format	R Format
	Cronbach's Al...	rho_A	Composite Rel...	Average Varian...		
X1	1.000	1.000	1.000	1.000		
X2	1.000	1.000	1.000	1.000		
Y1	1.000	1.000	1.000	1.000		
Y2	1.000	1.000	1.000	1.000		

Berdasarkan tabel di atas diketahui semua konstruk memiliki nilai *composite reliability* di atas 0,70 dan *cronbach's alpha* di atas 0,60. Jadi, dapat disimpulkan bahwa konstruk memiliki reliabilitas yang baik.

b. Uji Convergent Validity & Discriminant Validity

1. Convergent Validity

Validitas konvergen dari model pengukuran dengan menggunakan indikator reflektif dinilai berdasarkan nilai indikator-indikator yang mengukur konstruk tersebut. Uji validitas konvergen

dilakukan dengan melihat nilai Average Variance Extracted (AVE). Nilai AVE yang disyaratkan minimal 0,5. Berikut hasil olah data AVE, yaitu

Table 2
Average Variance Extracted

Construct Reliability and Validity

	Cronbach's Al...	rho_A	Composite Rel...	Average Varian...
X1	1.000	1.000	1.000	1.000
X2	1.000	1.000	1.000	1.000
Y1	1.000	1.000	1.000	1.000
Y2	1.000	1.000	1.000	1.000

2. Discriminant Validity

Pengujian discriminant validity dilakukan untuk membuktikan apakah indikator pada suatu konstruk akan mempunyai fornell larcker criterion terbesar pada konstruk yang dibentuknya dari pada *fornell larcker criterion* dengan konstruk yang lain. Berikut uji discriminant validity menggunakan software SmartPLS yaitu :

Tabel 3
Discriminat Validity

Discriminant Validity

	X1	X2	Y	Y1
X1	1.000			
X2	0.228	1.000		
Y	0.800	0.450	1.000	
Y1	0.290	0.290	0.371	1.000

Selain uji indikator reflektif di atas terdapat juga uji indikator formatif. Uji ini digunakan untuk melihat hubungan kausalitas dari indikator ke variabel laten maupun antar indikator. Uji indikator formatif dilihat nilai multicollinearity pada output SmartPLS. Kriteria jika nilai VIF antara 5-10 maka indikator terjadi multikolinearitas. Berikut adalah output multicollinearity dengan SmartPLS :

Tabel 4
Multicollinearity

Collinearity Statistics (VIF)

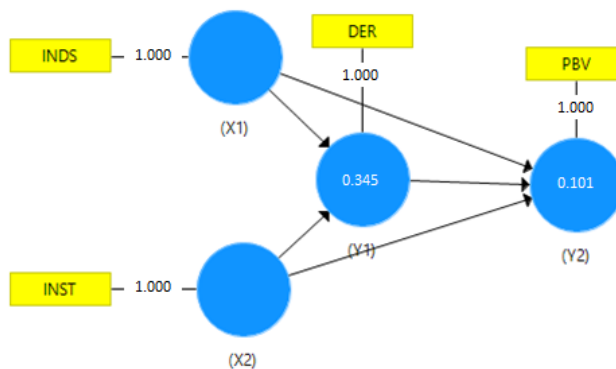
Outer VIF Values		Inner VIF Values		Copy to Clipboard: Excel Format R Format	
	VIF		VIF		VIF
DER	1.000				
INSD	1.000				
INST	1.000				
PBV	1.000				

Berdasarkan output di atas terlihat bahwa semua indikator yang digunakan memiliki angka VIF 1.000. Hal ini bermakna indikator dalam penelitian terbebas dari masalah multikolinearitas.

2. Pengujian Model Struktural (*Inner Model*)

Pengujian inner model digunakan untuk melihat hubungan antar variabel. Inner model dilihat dari output R², F², Q² dan path coefficient. Berikut tampilan path coefficient, yaitu :

Gambar 2
Hasil Inner Model



a. Koefisien Determinasi (R²)

Koefisien determinasi digunakan untuk melihat kemampuan variabel eksogen menjelaskan variabel endogen dalam penelitian. Pada penelitian ini saya menggunakan output dari R Square dalam melakukan analisis data. Berikut hasil olahan data koefisien determinasi, yaitu :

Table 5
Koefesien Determinasi

R Square

Matrix	R Square	R Square Adjusted
	R Square	R Square Adjus...
Y1	0.345	0.316
Y2	0.101	0.061

Berdasarkan tabel di atas diperoleh nilai *R Square* sebesar 0,101. Hal ini bermakna bahwa kemampuan variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional menjelaskan variabel *Firm Value* melalui kebijakan hutang 10%, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain di luar model penelitian ini. Sesuai kriteria yang ada jika nilai koefisien determinasi 0-0,50 maka pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap *firm value* melalui kebijakan hutang dikategorikan lemah.

b. Effect Size (F2)

Nilai Effect Size (F2) digunakan untuk melihat kebaikan model penelitian. Berikut tabel hasil olahan peneliti untuk uji *effect size*, yaitu:

Tabel 6
Effect Size (F²)

f Square

Matrix	f Square	Copy to Clipboard: Excel Format R Format		
	X1	X2	Y1	Y2
X1			3.650	0.031
X2			0.029	0.819
Y1				0.929
Y2				

Berdasarkan tabel di atas menunjukkan bahwa nilai effect size terendah sebesar 0,029 sedangkan nilai *effect size* paling tinggi sebesar 3,650.

c. Prediction Relevance (Q2)

Uji ini dilakukan untuk mengetahui kapabilitas prediksi variabel eksogen terhadap variabel endogen didalam penelitian menggunakan prosedur blindfolding. Berikut output uji prediction relevance, yaitu :

Tabel 4.10
Blindfolding

Construct Crossvalidated Redundancy

	SSO	SSE	Q ² (=1-SSE/SSO)
X1	48.000	48.000	
X2	48.000	48.000	
Y1	48.000	46.085	0.040
Y2	48.000	26.891	0.440

Berdasarkan tabel di atas terlihat kapabilitas prediksi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap firm value sebesar 0,040. Sesuai kriteria yang ada maka kapabilitas prediksi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap firm value masuk kategori “kapabilitas prediksi kecil”. Kapabilitas prediksi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap firm value melalui kebijakan hutang sebesar 0,440. Hasil ini bermakna Kapabilitas prediksi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap firm value melalui kebijakan hutang “kapabilitas prediksi besar”.

d. Path Coefficient (Uji Hipotesis)

Pengujian hipotesis pada SmartPLS versi 3.2.7 dilakukan prosedur bootstrapping sampel. Kriteria pengujian hipotesis melalui path coefficient dengan melihat output t-statistic dan original sample. Kriteria pengaruh hubungan variabel dinyatakan signifikan jika nilai t-statistic > 1,96 dan arah hubungan dilihat nilai original sample. Berikut ringkasan nilai t-statistic dan original sample untuk pengaruh langsung (direct effect) dan pengaruh tidak langsung (*indirect effect*) sebagai berikut :

Tabel 7
Path Coefficients

Path Coefficients

	Original Sampl...	Sample Mean (...)	Standard Devia...	T Statistics (O...	P Values
X1 -> Y1	0.873	0.871	0.042	20.607	0.000
X1 -> Y2	-0.154	-0.242	0.232	0.666	0.506
X2 -> Y1	0.078	0.015	0.126	0.622	0.534
X2 -> Y2	0.374	0.298	0.187	2.007	0.045
Y1 -> Y2	0.860	0.992	0.351	2.452	0.015

Tabel 8
Indirect Effect

Specific Indirect Effects

	Original Sampl...	Sample Mean (...	Standard Devia...	T Statistics (JO...	P Values
X1 -> Y1 -> Y2	0.751	0.871	0.325	2.311	0.021
X2 -> Y1 -> Y2	0.067	-0.019	0.131	0.514	0.608

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Firm Value*

Berdasarkan hasil olahan data pada tabel 7 pengaruh langsung antara X1 terhadap Y2 diperoleh hasil t-statistic 0,666. Arah hubungan antara X1 terhadap Y2 adalah negatif dan original sampel negatif yaitu -0,154. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap *firm value*. Jadi hipotesis pertama ditolak.

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, yang berarti hipotesis pertama tidak diterima. Dari hasil penelitian bisa dikatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan oleh pihak internal perusahaan, maka nilai perusahaan akan turun (Alfiatri, 2014). Dilihat dari jumlah presentase kepemilikan yang dimiliki oleh pihak manjaner perusahaan masih tergolong kecil dengan rata-rata kepemilikan sebesar 0,0654 atau 6%. Hal ini disebabkan karena masih rendahnya kepemilikan saham oleh insider pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Rendahnya kepemilikan *insider* ini membuat pihak *insider* lebih mengutamakan kepentingan pribadi dibandingkan dengan tujuan utama perusahaan yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini tidak dapat mendorong pihak *insider* (manajer) untuk meningkatkan kinerja perusahaan sehingga tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan..

Hasil dari temuan ini konsisten dengan penelitian Fransiska (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan disebabkan oleh adanya tidakan oportunistik pihak manajemen. Pihak manajemen lebih mengutamakan pendapatan yang tinggi daripada kepentingan para pemegang saham untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Eno (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Firm Value* melalui Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil olahan data pada tabel 4.11, pengaruh tidak langsung antara X1 terhadap Y2 melalaui Y1 diperoleh hasil t-statistic 2.311. Arah hubungan antara X1 terhadap Y2 melalui Y1 adalah positif yang berarti original sampel positif yaitu 0.751. sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *firm value* melalui kebijakan hutang. Jadi hipotesis kedua diterima.

Seorang manajer perusahaan sekaligus sebagai pemilik perusahaan memiliki pengaruh terhadap naik turunnya nilai perusahaan. Dimana kenaikan dan penurunan tersebut dikarenakan manajer memiliki tanggung jawab terhadap perusahaan dan sebagian modal nya diperusahaan, modal tersebut akan menghasilkan keuntungan kepada manajer maupun pemilik saham eksternal apabila manajer bisa melakukan tindakan untuk mengambil keputusan yang berhubungan dengan modal kebijakan pendanaan perusahaan (Alfiatri, 2014). Besarnya kepemilikan manajerial menunjukan menejemen mempunyai saham perusahaan, dimana manajer yang memiliki saham

perusahaan itu akan mempunyai kepentingan yang menyatu, yaitu ketika nilai perusahaan meningkat maka peningkatan nilai perusahaan itu akan berdampak juga antara pemilik dan manajemen.

Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsider ownership*), apabila perusahaan tersebut berhasil maka manajemen akan memperoleh manfaat langsung namun sebaliknya akan menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Nilai perusahaan dengan penggunaan hutang akan meningkat seiring dengan meningkatnya hutang. Namun nilai tersebut mulai menurun pada titik tertentu. Oleh karena itu diperlukan adanya pengaturan penggunaan hutang dalam suatu kebijakan hutang oleh manajemen perusahaan maupun pemilik perusahaan (Brigham dan Huston, 2011)

Kebijakan utang menjadi salah satu keputusan pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan. Penggunaan utang perlu dikendalikan, karena utang yang terlalu besar akan meningkatkan tingkat risiko terjadi kemungkinan perusahaan tidak mampu membayar kewajiban tetap. Pengendalian dalam penggunaan utang bisa dilakukan dengan peningkatan presentase kepemilikan manajerial (Ayu, 2016). Kepemilikan manajerial yang meningkat dapat membuat kekayaan pribadi manajemen sehingga semakin terikat erat dengan kekayaan perusahaan dan manajemen akan berusaha untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaannya.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Alfiarti (2014) yang mengatakan *debt to equity* ratio memediasi kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan secara signifikan. Dengan presentase saham yang besar yang dimilikinya, manajer akan mensejajarkan kepentingan para pemilik modal untuk memaksimalkan nilai perusahaan, melalui keputusan yang diambil termasuk keputusan pendanaan. Penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi, et al. (2006) menemukan bahwa pengaruh terbesar kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan merupakan pengaruh tidak langsung, yaitu melalui keputusan keuangan, kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap *Firm Value*

Berdasarkan hasil olahan data pada tabel 4.11, pengaruh langsung antara X2 terhadap Y2 diperoleh hasil t-statistic 2.007. Arah hubungan antara X2 terhadap Y2 adalah positif yang berarti original sampel positif yaitu 0.374. Sehingga dapat disimpulkan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *firm value*. Jadi hipotesis ketiga diterima.

Berdasarkan hasil analisis statistik menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *firm value*, yang berarti hipotesis ketiga diterima. Hal ini menjelaskan bahwa semakin besar kepemilikan institusional maka semakin besar nilai perusahaan dan begitu juga sebaliknya semakin rendah kepemilikan institusional maka semakin rendah nilai perusahaan. Dimana fungsi kontrol yang dimiliki pemilik akan meningkatkan kinerja perusahaan. Semakin besar presentase kepemilikan oleh pihak eksternal perusahaan maka semakin kuat kontrol atau pengawasan kepada para manajer perusahaan agar mengambil tindakan atau sebuah keputusan akan meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Contohnya pada perusahaan PT.Astra Internasional Tbk tahun 2012 yang mempunyai Rp20,288,255,040 saham dari Rp40,4835,53,140 total saham, dimana presentase kepemilikan oleh perusahaan PT.Astra Internasional Tbk adalah 50%, dengan peningkatan nilai saham 4 kali dari nilai buku tahun 2012, Hal tersebut disebabkan karena kepemilikan institusional yang tinggi mampu meningkatkan pengawasan pada kinerja manajer, kinerja manajer yang membaik dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut Barnae dan Rubin (2005) semakin besar nilai kepemilikan institusional perusahaan maka semakin kuat kontrol yang dilakukan terhadap perusahaan, sehingga pemilik perusahaan juga bisa mengendalikan perilaku manajemen agar bertindak atau membuat keputusan sesuai dengan tujuan perusahaan yang akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Lestari (2017) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap penurunan maupun kenaikan nilai perusahaan. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berhasil meningkatkan nilai perusahaan, hal ini menunjukkan bahwa fungsi kontrol dari pemilik sangat menentukan dalam meningkatkan kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian Alfiarti (2014) dan Fransiska (2013) yang menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dan menemukan hasil bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan institusional terhadap *Firm Value* melalui Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil olahan data pada tabel 4.11, pengaruh tidak langsung antara X2 terhadap Y2 melalui Y1 diperoleh hasil t-statistic 0.514. Arah hubungan antara X2 terhadap Y2 melalui Y1 adalah positif yang berarti original sampel positif yaitu 0.067. sehingga dapat disimpulkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap firm value melalui kebijakan hutang. Jadi hipotesis keempat ditolak.

Sebagai pemilik mayoritas saham perusahaan, *institutional ownership* mempunyai suara yang besar ketika Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Hak suara yang besar ketika RUPS digunakan untuk mengekspropriasi dari hak suara yang dimiliki. Ekspropriasi yang dilakukan pengendali saham akan merugikan pihak pengendali saham lainnya. Seperti dalam penentuan kebijakan yang dipilih oleh pengendali saham perusahaan. investor institusional dengan kepemilikan saham mayoritas akan lebih cenderung berpihak dan bekerjasama dengan pihak manajemen perusahaan untuk mendahulukan kepentingan pribadinya daripada kepentingan pemegang saham minoritas perusahaan (Ayu, 2016). Hal ini merupakan sinyal negatif untuk pihak luar, karena strategi yang digunakan oleh investor institusional dengan pihak manajemen cenderung membuat keputusan kebijakan perusahaan yang tidak optimal. Dimana tindakan tersebut akan merugikan operasional perusahaan. Dampaknya, investor tidak akan tertarik untuk menanamkan modalnya sehingga volume perdagangan saham menurun dan nilai perusahaan juga akan ikut menurun

Teori *trade-off* (Brealey, 1997) mengatakan bahwa dalam hubungan struktur modal dan nilai perusahaan ada pada satu tingkat *leverage (debt ratio)* yang optimal. Dalam Penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan hingga batas *leverage* tertentu (optimal), tetapi setelah melewati titik optimal, penggunaan *leverage* malah akan menimbulkan biaya kebangkrutan yang lebih besar dan dapat menurunkan nilai perusahaan. Semakin tinggi utang yang akan digunakan perusahaan, maka semakin tinggi juga beban perusahaan, sehingga hal tersebut akan meningkatkan kemungkinan perusahaan menuju kebangkrutan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Harmen (2017) dan Rochman (2017). Yang mengatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang, bahwa terdapat pengaruh langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan memiliki nilai yang lebih besar yaitu 2.007 dibandingkan dengan pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening sebesar 0.514.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Rahmawati (2012) yang menunjukkan bahwa kebijakan hutang dapat dijadikan sebagai variabel intervening antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Karena kepemilikan institusional yang tinggi mampu meningkatkan pengawasan pada kinerja manajer, kinerja manajer yang membaik dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian selanjutnya dapat menambah tahun pengamatan, sehingga hasil yang diperoleh lebih berkualitas dan hasil penelitian lebih dapat digeneralisasi. Menambah variabel lain yang diidentifikasi dapat mempengaruhi pengungkapan lingkungan karena rendahnya nilai *Adjusted R²* yang dihasilkan dalam penelitian ini. Variabel lain, seperti: Ukuran perusahaan, profitabilitas, kinerja perusahaan dan variabel lainnya.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan uji hipotesis dapat disimpulkan bahwa: kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap *firm value*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin banyak kepemilikan saham yang dimiliki pihak manajemen, maka nilai perusahaan akan menurun yang diproksikan oleh *price to book value*. Dimana kepemilikan saham manajerial yang tinggi akan memicu pihak manajemen untuk melakukan tindakan oportunistik karena merasa memiliki hak *voting* dan *bargaining power* yang tinggi, sehingga membuat sinyal negatif bagi investor dan menurunkan nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *firm value* melalui kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan peningkatan kepemilikan manajerial akan dapat mengendalikan konflik agensi yang terjadi antara pemilik modal dan manajer. Semakin besar jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen akan mengurangi peluang tindakan oportunistik yang dilakukan manajer. Dengan saham yang dimiliki oleh pihak internal perusahaan, maka manajer akan mensejajarkan kepentingannya dengan kepentingan para pemilik modal untuk memaksimalkan nilai perusahaan, melalui keputusan yang diambil termasuk kebijakan hutang/ keputusan pendanaan.

Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *firm value*. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kenaikan dan penurunan nilai perusahaan. Dimana fungsi kontrol pemilik dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Semakin besar presentase kepemilikan yang dimiliki pihak eksternal perusahaan, maka semakin kuat kontrol atau pengawasan yang mereka lakukan kepada para manajer perusahaan agar mengambil tindakan atau keputusan yang akan meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *firm value* melalui kebijakan hutang. Kepemilikan institusional mampu menurunkan penggunaan hutang, tetapi terdapat resiko dari penggunaan hutang, yaitu seperti mendekati perusahaan pada resiko kebangkrutan, sehingga dampak pengaruh tidak langsung antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang tidak memberikan pengaruh yang besar dibandingkan dengan pengaruh langsung antara kepemilikan institusional terhadap *firm value*.

Penelitian selanjutnya dapat menambah tahun pengamatan, sehingga hasil yang diperoleh lebih berkualitas dan hasil penelitian lebih dapat digeneralisasi. Menambah variabel lain yang diidentifikasi dapat mempengaruhi pengungkapan lingkungan karena rendahnya nilai *Adjusted R²* yang dihasilkan dalam penelitian ini. Variabel lain, seperti: Ukuran perusahaan, profitabilitas, kinerja perusahaan dan variabel lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdillah, A. (2013). Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di BEI Periode 2009-2012. *Jurnal Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Dian Nuswantoro*.
- Astriani, E.F. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan. *Ejournal.unp*
- Anna, L. (2017). Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Mediasi. *Jurnal Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Dian Nuswantoro*.
- Bernandhi, R. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Leverage, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan.
- Brigham, E. F. dan Houston, J.F. (2001). *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Erlangga. Jakarta.
- Brealey, R. A. Myres, S. C. (1991). *Principles of Corporate Finance*, 4th edition. McGraw Hill Inc.
- Brigham, E F. dan Houston, J.F. (2006). *Fundamentals of Financial Management*. Tenth Edition (Manajemen Keuangan. Edisi Kesepuluh), Buku I. Terjemahan dari: Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat.
- Djarwanto, (2004). *Pokok-pokok Analisa Laporan Keuangan*. Badan Penerbit Fakultas Ekonomi, Yogyakarta.
- Fachrur dan Rika, L. (2014). Pengaruh Corporate Social Responsibility, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Tambang Batu Bara yang Teraftar Di BEI. *Jurnal STIMIK GI MDP Business School*.
- Ghozali, I. (2018). *Structural Equation Model Metode Alternatif dengan Partial Least Square*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro,
- Gitman, L.J (2006). *Principles of Manajerial Finance*. International Edition, 10 th edition. Boston: Pearson Education
- Hardiningsih, P. (2009). Determinan Nilai Perusahaan. *JAI*, 5(.2) STIKUBANK Semarang.
- Hemastuti, C.P. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Deviden, Kebijakan Hutang, Keputusan Investasi dan Kepemilikan insider terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Riset dan Ilmu Akuntansi*, 3(4).
- Hidayat, M.S. (2013). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebiijakan Deviden, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 1 (1).
- Indahningrum, Rizka, P., dan Handayani, R. (2009). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Deviden, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 11(3).
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*
- Keown, K., Petty, M. and Scott. 2004. *Manajemen Keuangan 1 dan 2* . Edisi 9 (terjemahan). Jakarta . Indeks.
- Komang, S dan Ardiana, P.A. (2013). Pengaruh Struktur Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel Moderasi. *E-Jurnal Akuntansi Univeritas Udayana*, 5(2).
- Lestari. (2017). Pengaruh Kepemilikan Insitusional dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Riset Manajemen dan Riset FE UNIAT*.

- Mahadwartha, P.A. (2003). Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership in Indonesia; An Agency Theory Perspective. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 18(3), 1-20
- Mardasari, R.B. (2014). Pengaruh insider ownership, Kebijakan Hutang dan Free Cash Flow Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Deviden. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 2(4).
- Marsono, D. (2016). *Metode Penilaian Nilai perusahaan*. Perbanas Institute.
- Martini, P.D. (2014). Pengaruh Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan: Kebijakan Deviden Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Riset dan Ilmu Akuntansi*, 3 (2).
- Nuraina, E. (2012). Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Akruak FE UNESA*, 4(1),51-70.
- Pricilia, S., dan Victoria N.U. (2015). Analisis Profitabilitas, Kebijakan Hutang Dan Price Earning Ratio Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Retail Trade yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal EMBA* 3 (1).
- Putri, Ginza, A.P., dan Chabachib, M. (2013). Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional,Free Cash Flow, Investment Opportunity Set terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Ejournal-s1.undip*, 2(2).
- Putri, Meidera, E.D. (2012). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Manajemen*, 1(1).
- Rahma, A. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Keputusan Pendanaan dan Nilai Perusahaan
- Rutoto, S. (2007). *Pengantar Metodologi Penelitian*. FKIP: Universitas Muria Kudus.
- Sartono, Agus. 2010. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Senda, F.D. (2013) .Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Deviden, Profitabilitas, Legerage Financial, dan *Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan*. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen*.
- Sugiyono. (2008). *Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung Alfabeta.
- Sugiyono. (2011). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: AFABETA, cv.
- Sukirni, D. (2012). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Deviden Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal*, 1(2).
- Suliyanto. (2011). *Ekonometrika Terapan, Teori & Aplikasi dengan SPSS*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Susanti, A. dan Mayangsari, S. (2014). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Journal Magister Akuntansi Trisakti* 1(1),29-50.
- Warapsari, A.U., dan Suaryana, A. (2013). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *E-jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 16