

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEPUTUSAN PENDANAAN DAN NILAI PERUSAHAAN (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2012)

Alfiarti Rahma

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial (MNJ), kepemilikan institusional (INS), dan ukuran perusahaan (SIZE) terhadap keputusan pendanaan (DER) dan nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2012. Dengan metode purposive sampling, diperoleh sampel penelitian sebanyak 36 perusahaan dari 121 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2012. Teknik analisis data menggunakan analisis regresi berganda, sedangkan untuk melihat adanya pengaruh mediasi dideteksi menggunakan uji sobel. Hasil analisis menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap debt to equity ratio, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap debt to equity ratio, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap price to book value, kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap price to book value, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap price to book value, debt to equity ratio memediasi kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan terhadap price to book value.

Kata Kunci :

kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, debt to equity ratio, price to book value

PENDAHULUAN

Perusahaan didirikan dengan tujuan untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham atau pemilik modal suatu perusahaan melalui maksimalisasi nilai perusahaan. Namun, ada berbagai kendala untuk mencapai nilai perusahaan yang tinggi. Salah satunya adalah adanya konflik agensi antara pemilik modal dan manajer. Konflik tersebut disebabkan oleh perbedaan kepentingan dan informasi asimetri di antara kedua belah pihak. Ada beberapa alternatif untuk mengendalikan konflik agensi di antaranya peningkatan jumlah kepemilikan manajerial (Jensen, et al., 1976), pengaktifan fungsi pengawasan investor institusional (Wahidahwati, 2002 dalam Putri, 2012), dan peningkatan pendapatan melalui hutang (Mahadwarta, 2003). Penggunaan hutang terkait dengan kebijakan struktur modal perusahaan. struktur modal merupakan salah satu keputusan pendanaan yang sangat penting bagi kesejahteraan perusahaan. Kesalahan dalam

pengambilan keputusannya dapat meningkatkan risiko *financial distress* yang menyebabkan perusahaan mengalami kebangkrutan (Wardianto, 2012). Oleh karena itu, dalam menentukan kebijakan struktur modal perlu mempertimbangkan faktor yang mempengaruhinya, salah satunya adalah ukuran perusahaan. Ada dua teori yang bertolak belakang menyebutkan pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. *Trade-off theory* menyatakan pengaruhnya adalah positif, sedangkan *pecking order theory* menyatakan sebaliknya.

Penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan hingga saat ini masih menjadi kontroversi karena masih terdapat perbedaan hasil penelitian antara satu penelitian dengan penelitian lainnya. Selain itu, ditemukan adanya fenomena gap pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia seperti yang ditunjukkan pada tabel 1.1 berikut ini.

Tabel 1
Rata-rata *Price Book Value*, *Debt Equity Ratio*, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Total Aset 36 Perusahaan Manufaktur di BEI

Variabel	Tahun				
	2009	2010	2011	2012	2013
PBV (x)	-	1.49	1.54	1.51	1.46
DER (x)	-	1.24	1.17	1.26	1.44
Kepemilikan Manajerial (%)	7.44	7.14	7.03	7.19	-
Kepemilikan Institusional (%)	66.79	67.05	67.33	66.78	-
Total Aset (Milyar Rupiah)	27.62	27.70	27.81	27.98	-

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* (2009-2013)

Teori yang menjelaskan pengaruh keputusan pendanaan terkait dengan struktur modal terhadap nilai perusahaan yaitu *Trade-off Theory* dan teori MM tahun 1963 yang

sepakat menyebutkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian terdahulu juga mendukung pengaruh positif keputusan pendanaan terhadap

nilai perusahaan (Yuliani, 2012; Wijaya, et al., 2010; dan Wahyudi, et al., 2006). Namun, pernyataan tersebut bertolak belakang dengan fenomena yang terjadi pada 36 perusahaan manufaktur, di mana penurunan DER tahun 2011 sebesar 5.64% justru diikuti oleh peningkatan PBV tahun 2011 sebesar 3.35%. Selain itu, peningkatan DER tahun 2012 sebesar 7.69% dan tahun 2013 sebesar 14.29%, diikuti dengan penurunan PBV sebesar 1.95% dan 3.31%.

Fenomena gap lainnya ditunjukkan pada kesenjangan antara teori agensi dengan fenomena yang terjadi pada 36 perusahaan manufaktur. Teori agensi menyebutkan bahwa ada pengaruh positif antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan (Wahyudi, et al., 2006). Namun, fenomena yang terjadi adalah kepemilikan manajerial pada tahun 2010 sebesar 4.03%, justru diikuti peningkatan PBV sebesar 3.35% pada tahun 2011 dan peningkatan tahun 2012 sebesar 2.28% diikuti dengan penurunan tahun 2013 sebesar 3.31%. Selain itu, teori agensi juga menyebutkan bahwa dalam mewujudkan keinginan pemilik modal untuk memaksimalkan nilai perusahaan, konflik agensi juga dapat dikurangi dengan peningkatan kepemilikan institusional, tetapi fenomena yang terjadi adalah peningkatan kepemilikan institusional pada tahun 2011 sebesar 0.42%, justru menurunkan PBV tahun 2012 sebesar 1.95%.

Fenomena gap lainnya ditemukan pada tahun 2010 terkait dengan pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal. *Trade off Theory* menjelaskan bahwa pengaruhnya adalah positif. Berbagai penelitian terdahulu menegaskan bahwa pengaruhnya positif dan signifikan (Harjito, 2011; Putri, 2012; Rr. Supratinigrum, 2013; Indriani, et al., 2013). Akan tetapi, fenomena yang terjadi adalah kenaikan total aset pada tahun 2010 sebesar 0.29% , justru menurunkan DER pada tahun

2011 sebesar 5.64%. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar perusahaan, penggunaan hutang menurun.

Penelitian ini disajikan dengan model yang berbeda dari penelitian-penelitian sebelumnya. Oleh karena itu, penelitian ini sangat menarik dilakukan untuk menjawab pertanyaan sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *debt to equity ratio*?
2. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan terhadap *debt to equity ratio*?
3. Bagaimana pengaruh *debt to equity ratio* terhadap *price to book value*?
4. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *price to book value*?
5. Bagaimana pengaruh kepemilikan institusional terhadap *price to book value*?
6. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan terhadap *price to book value*?
7. Apakah *debt to equity ratio* memediasi kepemilikan manajerial terhadap *price to book value*?
8. Apakah *debt to equity ratio* memediasi ukuran perusahaan terhadap *price to book value*?

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan menjelaskan adanya pemisahan antara fungsi pengelolaan (oleh manajer) dengan fungsi kepemilikan (oleh pemilik modal) dalam suatu perusahaan dapat menimbulkan konflik (Jensen, et al., 1976). Ada beberapa cara untuk mengurangi biaya agensi, di antaranya :

1. Peningkatan jumlah kepemilikan manajerial untuk menyejajarkan kepentingan manajer dan pemilik modal (Jensen, et al., 1976).
2. Pengaktifan *monitoring* melalui investor institusional. Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen (Wahidahwati, 2002 dalam Putri, 2012).
3. Peningkatan pendapatan melalui hutang, sehingga akan menurunkan tingkat konflik antara pemilik modal dengan manajer (Mahadwartha, 2003).

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Sinyal adalah 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 manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik (Brigham, et al., 2001). Informasi tersebut dapat tersampaikan melalui pengaturan struktur modal perusahaan. Pengaturan struktur modal perusahaan dapat dilakukan melalui penjualan saham baru atau memperoleh dana melalui hutang (Van Horne, et al., 2005).

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Sujoko, et al., 2007). Menurut Christiawan, et al. (2007) ada beberapa konsep nilai yang menjelaskan nilai perusahaan yaitu nilai nominal, nilai pasar, nilai intrinsik, nilai buku, dan nilai likuidasi. Ada berbagai definisi nilai perusahaan dari berbagai sumber lainnya.

Darminto (2010) menyatakan bahwa nilai perusahaan menunjukkan nilai berbagai aset yang dimiliki perusahaan termasuk surat-surat berharga yang telah dikeluarkannya. Selain itu, nilai perusahaan disebut juga dengan nilai pasar atas surat berharga utang dan ekuitas perusahaan yang beredar (Keown, 2008). Kemudian dijelaskan lebih lanjut oleh Husnan (2008) bahwa nilai perusahaan atau nilai pasar perusahaan merupakan harga yang dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Dengan demikian, nilai perusahaan publik tercermin dari nilai pasar atau harga saham suatu perusahaan yang ditentukan oleh pasar saham yang terbentuk dari permintaan dan penawaran saham oleh para pelaku pasar.

Pecking Order Theory

Pecking Order Theory menggambarkan sebuah hierarki dalam pencarian dana perusahaan atau pemilihan sumber pendanaan, di mana perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* untuk membayar dividen dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan (Myers, et al., 1984). Urutan pendanaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dilakukan berdasarkan pendanaan yang memiliki risiko lebih kecil yaitu laba ditahan, hutang, ekuitas baru (Myers, 1984).

Balancing Theory

Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan berusaha menciptakan struktur modal yang optimal untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Struktur modal yang optimal tersebut diperoleh dengan menyeimbangkan manfaat (*taxshield benefit of leverage*) dan pengorbanan berupa biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) dan biaya keagenan (*agency cost*) yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Model ini disebut dengan model *trade-off* (Myers, 1984; Jensen, et al., 1979), maka

selanjutnya teori ini disebut dengan teori penukaran (*Trade-off Theory*).

Trade-off Theory

Teori pertukaran menjelaskan tentang suatu kondisi di mana perusahaan menukar manfaat pajak, dari pendanaan hutang, dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan. Selain itu, teori ini juga menjelaskan pengaruh penggunaan hutang terhadap nilai perusahaan. Semakin besar penggunaan hutang, maka nilai perusahaan akan meningkat, tetapi hanya sampai pada titik tertentu, di mana titik tersebut merupakan titik optimal tingkat hutang. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan (Hanafi, 2004) karena penggunaan hutang yang berlebihan mampu menimbulkan biaya kebangkrutan (Mamduh, 2004).

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan ini mencakup cara bagaimana mendanai kegiatan perusahaan agar optimal, cara memperoleh dana untuk investasi yang efisien, dan cara mengkomposisikan sumber dana optimal yang harus dipertahankan (Ansori, et al., 2010). Secara umum, sumber dana dapat diperoleh dari luar perusahaan (*external financing*) maupun dari dalam perusahaan (*internal financing*). Keputusan tentang *external financing* disebut sebagai keputusan pendanaan, sedangkan *internal financing* terkait dengan kebijakan dividen (Husnan, 2008). Pendanaan eksternal mengarah pada pengambilan keputusan mengenai struktur modal, yaitu menentukan proporsi antara hutang jangka panjang dan modal sendiri. Struktur modal akan tampak pada *Debt to Equity Ratio* (DER) perusahaan. DER merupakan rasio perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dan modal sendiri. Keputusan

pendanaan melalui modal dalam jumlah yang lebih besar daripada melalui hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Kepemilikan Manajerial

Insider *ownership* menggambarkan persentase besarnya kepemilikan saham oleh pihak manajemen. Menurut Wahidahwati (2001) dalam Djabid (2009) menyatakan bahwa pihak manajerial dalam suatu perusahaan adalah pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan. Masalah keagenan potensial terjadi apabila pihak manajer tidak memiliki saham mayoritas perusahaan, sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingannya sendiri dan tidak memaksimalkan nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Dengan demikian, kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai sejumlah proporsi saham yang dimiliki oleh institusi. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham dalam suatu perusahaan, maka pengawasan yang dilaksanakan oleh pemilik akan semakin efektif dan efisien sebab manajemen akan semakin berhati-hati (Sujoko, et al., 2007) bekerja untuk pemilik modal. Namun, tindakan *monitoring* aktif berubah menjadi pasif dan oportunistik ketika kepemilikan saham investor institusional semakin besar. Investor institusional memiliki kekuatan voting yang besar pula untuk berpihak pada pihak manajemen atau bahkan memaksanya untuk mengambil keputusan sesuai dengan kepentingannya dan mengabaikan tujuan meningkatkan nilai perusahaan. Seperti yang dijelaskan dalam *the strategic alignment hypothesis* yang menyatakan

bahwa investor institusional mayoritas memiliki kecenderungan untuk bekerjasama atau berpihak pada manajemen dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan (*firm size*) dapat diartikan sebagai bentuk perbandingan besar atau kecilnya suatu objek. Ukuran dapat diartikan sebagai "alat untuk mengukur (seperti meter, jangka, norma, dan sebagainya) pendapatan mengukur panjangnya (lebar, luas, besar) sesuatu atau format. Sedangkan perusahaan adalah suatu organisasi yang didirikan oleh sekelompok orang atau badan lain yang kegiatannya adalah melakukan produksi dan distribusi guna memenuhi kebutuhan ekonomi manusia (Soemarso, 2002). Dengan demikian, ukuran perusahaan adalah suatu skala pengklasifikasian berdasarkan besar kecilnya suatu organisasi yang didirikan oleh seseorang atau lebih. *Trade-off theory* menyatakan bahwa pengaruhnya adalah positif. Perusahaan besar lebih mudah memperoleh pinjaman karena memiliki risiko kebangkrutan yang rendah, sehingga tingkat hutang perusahaan besar lebih tinggi. Namun, *pecking order theory* menyatakan hal yang sebaliknya.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Perusahaan memiliki tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Tingginya harga saham menunjukkan tingginya nilai perusahaan. Dalam penelitian ini, nilai perusahaan diproksikan dengan *Price to Book Value* (PBV). PBV menunjukkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Ada banyak faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Teori agensi menyatakan bahwa ada pemisahan fungsi kepemilikan (pemilik modal) dan fungsi

pengelolaan (manajer) yang sering menimbulkan terjadinya konflik agensi dan dapat menurunkan nilai perusahaan. Namun, ada berbagai alternatif untuk mengurangi konflik agensi tersebut, di antaranya dengan meningkatkan jumlah kepemilikan manajerial, mengaktifkan fungsi *monitoring* investor institusional, dan meningkatkan pendapatan melalui hutang.

Peningkatan pendapatan melalui hutang berkaitan dengan keputusan pendanaan yang diambil oleh pihak manajer keuangan. Keputusan pendanaan adalah keputusan dalam menentukan sumber dana dan penggunaan dana tersebut. Dalam hal ini, manajer dituntut untuk mampu mengatur kombinasi sumber dana yang tergambar dalam struktur modal secara optimal. Oleh karena itu, dalam penelitian ini keputusan pendanaan diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Bursa Efek Indonesia menyebutkan bahwa DER menggambarkan struktur modal yang dimiliki perusahaan (Wijaya, 2010). *Signaling theory* menjelaskan bahwa ada sinyal yang digunakan perusahaan untuk memberi petunjuk bagi para pemilik modal mengenai prospek perusahaan. Sinyal tersebut dapat berupa pengambilan keputusan yang terkait dengan struktur modal. *Signaling theory* berasumsi bahwa ada asimetri informasi antara pihak manajemen dengan para pemilik modal. Oleh karena itu, ketika pihak manajemen mengubah kebijakan struktur modal, ada sinyal yang ditangkap oleh pemilik modal dan mengakibatkan perubahan nilai perusahaan.

Untuk mengupayakan struktur modal optimal, manajer keuangan perlu mempertimbangkan berbagai faktor penentunya, salah satunya adalah ukuran perusahaan, di mana dalam penelitian ini diproksikan dengan total aset karena nilainya cenderung lebih stabil dibandingkan nilai kapitalisasi pasar atau total penjualan. Sesuai dengan *Signaling Theory*,

ukuran perusahaan juga dapat digunakan sebagai sinyal oleh para pemilik modal. Perusahaan dengan total aset besar memiliki kemudahan dalam mendapatkan sumber dana dari luar perusahaan karena berdasarkan *Asymmetric Information Theory*, adanya perusahaan dengan total aset besar memiliki perbedaan informasi yang diterima pihak eksternal dan pihak internal perusahaan lebih kecil dibandingkan perusahaan dengan total aset kecil, sehingga informasi perusahaan dengan total aset besar lebih mudah diakses oleh pihak luar. Dengan demikian, perusahaan dengan total aset besar lebih mudah memperoleh dana dari pasar modal. Kemudahan dalam masalah pendanaan ini tentunya menjadi sinyal positif bagi para pemilik modal dan mendukung maksimalisasi nilai perusahaan.

Berdasarkan kerangka teori dan beberapa hasil penelitian terdahulu, maka perumusan hipotesisnya adalah sebagai berikut:

a. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *debt to equity ratio*

Teori keagenan menjelaskan bahwa adanya konflik kepentingan antara pemilik modal dan manajemen dapat diminimalisir dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (Jensen, et al., 1976). Hal ini membuat pihak manajemen menjadi lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan, terutama dalam hal keputusan pendanaan yang terkait dengan struktur modal yang ditunjukkan pada *Debt to Equity Ratio*. Pihak manajemen akan lebih memilih penggunaan hutang yang sekecil mungkin karena mempertimbangkan biaya modal. Penggunaan hutang yang besar akan meningkatkan biaya modal yang harus ditanggung pihak manajemen. Dengan demikian, kepemilikan manajerial

berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan perusahaan (Maftukhah, 2013; Christiawan, et al., 2007).

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio*.

b. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap *debt to equity ratio*

Trade-off Theory menyatakan bahwa semakin besar perusahaan, maka semakin banyak hutang yang digunakan. Hal ini terkait dengan rendahnya risiko perusahaan besar. Pertimbangan lain perusahaan besar untuk lebih memilih hutang adalah biaya untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat utang (Brigham, 2001). Semakin besar ukuran perusahaan, akan ada kecenderungan untuk menggunakan jumlah pinjaman yang lebih besar karena kebutuhan perusahaan juga semakin besar dan salah satu alternatif pemenuhan dana adalah dengan pendanaan eksternal, seperti hutang (Susanto, et al., 2013). Selain itu, perusahaan besar memiliki fleksibilitas besar dalam mendapatkan hutang. Dengan demikian, semakin besar perusahaan, semakin meningkatkan penggunaan hutang perusahaan (Nanok, 2008; Kartika, 2009; Indrajaya, et al., 2011; Seftianne, et al., 2011; Putri, 2012; Rr. Suprantiningrum, 2013; dan Indriani, et al., 2013)

H2 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio*.

c. Pengaruh *debt to equity ratio* terhadap *price to book value*.

Signaling theory menjelaskan bahwa

perusahaan mengambil suatu tindakan untuk memberi petunjuk bagi para pemilik modal mengenai bagaimana pihak manajemen memandang prospek perusahaan. Asumsi yang mendasari teori ini adalah adanya asimetri informasi antara pihak manajemen dengan pemilik modal, salah satunya mengenai pengaturan struktur modal. Akibatnya ketika struktur modal perusahaan mengalami perubahan, hal itu dapat membawa informasi kepada pemilik modal yang akan mengakibatkan nilai perusahaan berubah. Artinya, perilaku manajer dalam hal menentukan struktur modal dapat dianggap sebagai sinyal oleh pihak luar (Sasurya, et al., 2013). Peningkatan hutang diartikan pihak luar bahwa perusahaan memiliki risiko bisnis yang rendah sehingga penambahan hutang memberikan sinyal positif (Wijaya, 2010).

H3 : Debt to equity ratio berpengaruh positif terhadap price to book value.

- d. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *price to book value*

Entrenchment hypothesis menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham yang dimiliki pihak manajemen akan mendorong pihak manajemen untuk lebih mengutamakan kepentingan pribadinya daripada kepentingan pemilik modal untuk meningkatkan nilai perusahaan karena memiliki hak voting dan *bargaining power* yang besar. Penurunan nilai perusahaan disebabkan oleh adanya tindakan oportunistik pihak manajemen. Pihak manajemen lebih mengutamakan pendapatan yang tinggi daripada kepentingan para

pemegang saham untuk meningkatkan nilai perusahaan (Sukirni, 2012; Suteja, et al., 2009)

H4 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap price to book value.

- e. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap *price to book value*

The strategic alignment hypothesis menyatakan bahwa investor institusional dengan kepemilikan saham mayoritas lebih cenderung berpihak dan bekerjasama dengan pihak manajemen untuk mendahulukan kepentingan pribadinya daripada kepentingan pemegang saham minoritas. Hal ini merupakan sinyal negatif bagi pihak luar karena strategi aliansi investor institusional dengan pihak manajemen cenderung mengambil kebijakan perusahaan yang tidak optimal (Suteja, et al., 2009; Sujoko, et al., 2007).

H5 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap price to book value.

- f. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap *price to book value*

Signaling Theory menyatakan bahwa perusahaan dengan total aset besar merupakan sinyal bagi investor bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik di masa yang akan datang. Susanto, et al. (2013) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal karena perusahaan yang besar membutuhkan dana yang besar pula. Wuryani (2012) memberikan analisis lain bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin baik kinerja perusahaan karena perusahaan dengan aset besar

memiliki kekuatan tawar menawar yang tinggi dan risiko yang kecil dibanding perusahaan dengan aset kecil.

H6 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *price to book value*.

- g. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *price to book value* melalui *debt to equity ratio*.

Teori agensi mengungkapkan bahwa peningkatan kepemilikan saham manajerial dapat mengendalikan konflik agensi yang terjadi antara pemilik modal dan manajer. Dengan saham yang dimilikinya, manajer akan mensejajarkan kepentingannya dengan kepentingan para pemilik modal untuk memaksimalkan nilai perusahaan, melalui keputusan yang diambil termasuk keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan ditunjukkan pada *debt to equity ratio* perusahaan. Wahyudi, et al. (2006) menemukan bahwa pengaruh terbesar kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan merupakan pengaruh tidak langsung, yaitu melalui keputusan keuangan, terutama keputusan pendanaan.

H7 : Debt to equity ratio memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *price to book value*.

- h. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap *price to book value* melalui *debt to equity ratio*.

Ukuran perusahaan, keputusan pendanaan, dan nilai perusahaan merupakan variabel-variabel yang dijelaskan dalam *Trade-off Theory*. Ukuran perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan karena memiliki kemudahan dalam memenuhi sumber dananya. Ukuran

perusahaan yang besar memudahkan perusahaan dalam masalah pendanaan karena dipercaya memiliki kemampuan dalam membayar kewajiban dan menghadapi risiko. (Febryana, 2013).

H8 : Debt to equity ratio memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap *price to book value*.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dapat diartikan sebagai wilayah generalisasi yang terdiri dari : objek atau subjek yang memiliki kualitas atau karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulan (Sugiyono, 2007). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 121 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode pengamatan sejak tahun 2009 sampai dengan 2012. Sampel adalah bagian dari populasi yang dapat mewakili populasi. Agar sampel dapat memberikan informasi yang mewakili populasi, dibutuhkan metode pemilihan sampel yang tepat (Kuncoro, 2009). Oleh karena itu, penulis menentukan metode pemilihan sampel berdasarkan *purposive sampling* dan berdasarkan kriteria yang ditetapkan, diperoleh sampel sebanyak 36 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

Teknik Analisis

Metode analisis data yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis regresi. Proses analisis data dilakukan dengan menggunakan aplikasi *SPSS 16.00*. Proses analisis regresi ini diawali dengan melakukan pengujian asumsi klasik, di mana suatu model regresi harus memenuhi beberapa asumsi agar menghasilkan estimator yang linear, tidak bias, dan mempunyai varian yang minimum (*Best Linear Unbiased*

Estimator = BLUE). Kemudian hasil estimasi regresi dianalisis menggunakan beberapa uji untuk melihat seberapa baik garis regresi dengan konsep koefisien determinasi, uji t, dan uji F. Langkah yang terakhir adalah analisis hasil pengolahan data untuk membahas pengaruh

variabel independen terhadap variabel dependen dan disesuaikan dengan hipotesis yang diajukan sebelumnya.

ANALISIS DATA

Statistik Deskriptif Variabel

Tabel 2
Hasil Analisis Deskriptif Data

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Standar Deviasi
Kepemilikan Manajerial	144	0.00	70.00	7.2006	13.0598
Kepemilikan Institusional	144	22.06	95.65	66.9875	18.3727
Ukuran Perusahaan	144	25.01	32.84	27.7760	1.6831
<i>Debt to equity ratio</i>	144	0.04	10.16	1.27758	1.7424
<i>Price to book value</i>	144	0.23	6.60	1.5010	1.2245

Sumber : Hasil Output *SPSS 16.00* (2014)

Tabel 2 menunjukkan bahwa sebaran data PBV dan SIZE adalah baik. Sedangkan sebaran data DER, MNJ, dan INS kurang baik. Sebaran data dikatakan baik apabila dihitung dengan rumus rata-rata $2 \times$ standar deviasi (angka 2 digunakan karena tingkat kepercayaan 95%) diperoleh kedua batas angka berbeda tipis

dengan nilai minimum dan maksimum. Sebaran data dikatakan kurang baik apabila kedua batas angka jauh berbeda dengan nilai minimum dan maksimum.

Data Screening

Normalitas dan Transformasi Data

Tabel 2
Hasil Uji Skewness dan Kurtosis

Variabel	ZSkewness	ZKurtosis	Keterangan
Kepemilikan Manajerial	16.29	31.65	Tidak terdistribusi normal
Kepemilikan Institusional	-1.90	-1.29	Terdistribusi normal
Ukuran Perusahaan	4.97	2.16	Tidak terdistribusi normal
<i>Debt to Equity Ratio</i>	17.52	33.59	Tidak terdistribusi normal
<i>Price to Book Value</i>	7.08	4.90	Tidak terdistribusi normal

Sumber : Hasil Output *SPSS 16.00* (2014)

Tabel 2 menyimpulkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, *Debt to Equity Ratio*, dan *Price to Book Value* tidak terdistribusi secara normal karena hasil perhitungan Zskewness dan Zkurtosis tidak berada di antara -2 dan +2. Oleh karena itu, keempat variabel harus dinormalkan melalui

transformasi data. Data MNJ ditransformasi menjadi akar kuadrat (*square root*), data SIZE ditransformasi menjadi *inverse*, data DER dan PBV ditransformasi menjadi *Logarithm*. Tabel 3 adalah nilai Zskewness dan Zkurtosis untuk variabel MNJ, SIZE, DER, dan PBV setelah transformasi data.

Tabel 3
Hasil Uji Skewness dan Kurtosis Setelah Transformasi Data

Variabel	Zskewness	Zkurtosis	Keterangan
Kepemilikan Manajerial	2.11	-1.75	Terdistribusi normal
Ukuran Perusahaan	0.73	-2.27	Terdistribusi normal
<i>Debt to Equity Ratio</i>	-3.38	0.92	Terdistribusi normal
<i>Price to Book Value</i>	1.06	1.81	Terdistribusi normal

Sumber : Hasil Output SPSS 16.00 (2014)

Data Outlier

Penelitian ini menggunakan data SQRTMNJ (kepemilikan manajerial), INS (kepemilikan institusional), INVSIZE (ukuran perusahaan), LNDER (*debt to equity ratio*), dan LNPBV (*price to book value*). Hasilnya adalah ada satu data outlier pada variabel LNDER observasi ke-112 sebesar 3.13266. Namun, data outlier tetap dipertahankan karena merupakan representasi dari populasi yang diteliti.

Pada model pertama, regresi variabel DER untuk variabel MNJ dan INS, di mana variabel dependen DER dihitung mulai periode 2010-2013, sedangkan variabel independen MNJ dan SIZE dihitung mulai periode 2009-2012. Pada model kedua, regresi variabel PBV untuk variabel MNJ, SIZE, INS, dan DER, di mana variabel dependen PBV dihitung mulai periode 2010-2013, sedangkan variabel independen MNJ, INS, dan SIZE dihitung mulai periode 2009-2012.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Tabel 4
Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov

Model Regresi	Nilai K-S	Signifikansi	Keterangan ($\alpha = 0.05$)
1	0.616	0.842	Terdistribusi normal
2	0.692	0.725	Terdistribusi normal

Sumber : Hasil Output SPSS 16.00 (2014)

Tabel 4 menunjukkan bahwa nilai K-S untuk model regresi 1 dan 2 tidak signifikan di atas 0.05. Artinya, model regresi 1 dan 2 memenuhi asumsi normalitas dan layak untuk digunakan.

Uji Multikolinearitas

Tabel 5
Hasil Uji Multikolinearitas dengan Matriks Korelasi – Model Regresi 1

Korelasi	Ukuran Perusahaan	Kepemilikan Manajerial
Ukuran Perusahaan	1.000	-0.407
Kepemilikan Manajerial	-0.407	1.000

Sumber : Hasil output SPSS 16.00 (2014)

Tabel 6
Hasil Uji Multikolinearitas dengan Matriks Korelasi – Model Regresi 2

Korelasi	<i>Debt to Equity Ratio</i>	Kepemilikan Institusional	Ukuran Perusahaan	Kepemilikan Manajerial
<i>Debt to Equity Ratio</i>	1.000	0.060	0.179	0.033
Kepemilikan Institusional	0.060	1.000	-0.201	0.584
Ukuran Perusahaan	0.179	-0.201	1.000	0.435
Kepemilikan Manajerial	0.033	0.584	-0.435	1.000

Sumber : Hasil output SPSS 16.00 (2014)

Tabel 7
Hasil Uji Multikolinearitas dengan Uji *Tolerance* dan VIF

Model Regresi	Variabel Dependen	Variabel Independen	<i>Collinearity Statistics</i>	
			<i>Tolerance</i>	VIF
1	<i>Debt to Equity Ratio</i>	Kepemilikan Manajerial	0.834	1.199
		Ukuran Perusahaan	0.834	1.199
2	<i>Price to Book Value</i>	Kepemilikan Manajerial	0.549	1.820
		Kepemilikan Institusional	0.654	1.528
		Ukuran Perusahaan	0.770	1.299
		<i>Debt to Equity Ratio</i>	0.951	1.051

Sumber : Hasil output SPSS 16.00 (2014)

Tabel 5 menunjukkan bahwa nilai korelasi antara variabel ukuran perusahaan dan kepemilikan manajerial sebesar -0.407 atau 40.7%. Korelasi ini masih jauh di bawah 95%, jadi dapat dikatakan bahwa tidak ada masalah multikolinearitas. Selain itu, nilai *tolerance* variabel ukuran perusahaan dan kepemilikan manajerial pada tabel 4.7 adalah sama yaitu sebesar 0.834 atau lebih dari 0.10, artinya tidak ada korelasi antar variabel independen. Hasil perhitungan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) juga menunjukkan hal yang sama, semua variabel memiliki nilai VIF kurang dari 10. Jadi dapat disimpulkan tidak ada multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi 1.

Tabel 6 juga menunjukkan bahwa nilai korelasi terbesar adalah korelasi antara variabel

kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial sebesar 0.584 atau 58.4%. Korelasi ini masih jauh di bawah 95%, jadi dapat dikatakan bahwa tidak ada masalah multikolinearitas. Selain itu, nilai *tolerance* variabel kepemilikan manajerial (0.549), kepemilikan institusional (0.654), ukuran perusahaan (0.770), dan *Debt to Equity Ratio* (0.951) adalah lebih dari 0.10, artinya tidak ada korelasi antar variabel independen. Hasil perhitungan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) juga menunjukkan hal yang sama, semua variabel memiliki nilai VIF kurang dari 10. Jadi dapat disimpulkan tidak ada multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi 2.

Uji Heteroskedastisitas

Tabel 8
Hasil Uji Heteroskedastisitas dengan Uji Park

Model Regresi	Variabel Dependen (Logaritma Natural Residual Kuadrat)	Variabel Independen	Signifikansi
1	<i>Debt to Equity Ratio</i>	Kepemilikan Manajerial	0.318
		Ukuran Perusahaan	0.240
2	<i>Price to Book Value</i>	Kepemilikan Manajerial	0.116
		Kepemilikan Institusional	0.474
		Ukuran Perusahaan	0.413
		<i>Debt to Equity Ratio</i>	0.104

Sumber : Hasil output SPSS 16.00 (2014)

Tabel 8 menunjukkan bahwa pada model regresi 1, variabel kepemilikan manajerial (0.318) dan ukuran perusahaan (0.240) secara statistik tidak signifikan pada $\alpha = 0.05$. Begitu juga dengan model regresi 2, variabel kepemilikan manajerial (0.116), kepemilikan institusional (0.474), ukuran perusahaan

(0.413), dan *Debt to Equity Ratio* (0.104) secara statistik juga tidak signifikan pada $\alpha = 0.05$, sehingga bisa disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah heteroskedastisitas pada model regresi 1 dan 2.

Uji Autokorelasi

Tabel 9
Hasil Uji Autokorelasi dengan Uji *Langrange Multiplier*

Model	R ²	χ^2 hitung	χ^2 kritis ($\alpha=0.05$)	Keterangan
1	0.026	3.718	6.63490	Tidak ada autokorelasi
2	0.111	15.873	6.63490	Ada autokorelasi

Sumber : Hasil output *SPSS 16.00* (2014)

Tabel 9 menunjukkan bahwa model regresi 1 memiliki nilai koefisien determinasi sebesar 0.020, sehingga nilai Chi Square (\div^2) hitung adalah 3.718. Sedangkan untuk model regresi 2 dengan nilai koefisien determinasi sebesar 0.111 diperoleh Chi Square (\div^2) hitung sebesar 15.873. Nilai \div^2 kritis dengan $\alpha = 0.05$ dan $df = 1$ adalah sebesar 6.63490. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi 1 tidak mengandung unsur autokorelasi karena \div^2 hitung lebih kecil dibanding \div^2 kritisnya. Sebaliknya, model regresi 2 mengandung autokorelasi. Untuk mengatasi hal

ini, penyembuhan autokorelasi model regresi 2 dilakukan dengan menggunakan data diferensi tingkat pertama. Hasil dari regresi data diferensi tingkat pertama diperoleh R² sebesar 0.025, sehingga nilai Chi Square (\div^2) hitung adalah 3.575. Nilai ini lebih kecil dari \div^2 kritisnya sebesar 6.63490. Dengan demikian, estimasi model diferensiasi tingkat pertama mampu mengatasi masalah autokorelasi pada model regresi 2.

Analisis Regresi

Tabel 10
Hasil Uji t Model Regresi 1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.006	.098		.060	.952
	MNJ	-.026	.013	-.155	-1.993	.048
	SIZE	.058	.008	.587	7.570	.000

a. Dependent Variable: DER

Sumber : Hasil output *SPSS 16.00* (2014)

Tabel 10 menunjukkan bahwa secara statistik variabel kepemilikan manajerial signifikan pada $\alpha = 0.05$. Besarnya pengaruh kepemilikan manajerial adalah -0.155, artinya jika kepemilikan manajerial bertambah 1 unit (%), maka *debt to equity ratio* turun -0.155

kali, dengan asumsi variabel lain adalah tetap. Dengan demikian, kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *debt to equity ratio* dan menerima hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio*. Selain

itu, tabel 10 juga menjelaskan bahwa variabel ukuran perusahaan signifikan pada $\alpha = 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio*. Besarnya pengaruh ukuran perusahaan adalah 0.587, artinya jika ukuran perusahaan bertambah

1 unit (Rupiah), maka *debt to equity ratio* naik 0.587 kali, dengan asumsi variabel lain adalah tetap. Dengan demikian, penelitian ini menerima hipotesis kedua yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *debt to equity ratio*.

Tabel 11
Hasil Uji t Model Regresi 2

		Coefficients ^a				
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.016	.079		-.197	.844
	MNJ	-.022	.012	-.153	-1.919	.057
	INS	-.014	.007	-.405	-1.985	.049
	SIZE	.094	.019	1.084	4.946	.000
	DER	-.042	.068	-.047	-.607	.545

a. Dependent Variable: PBV

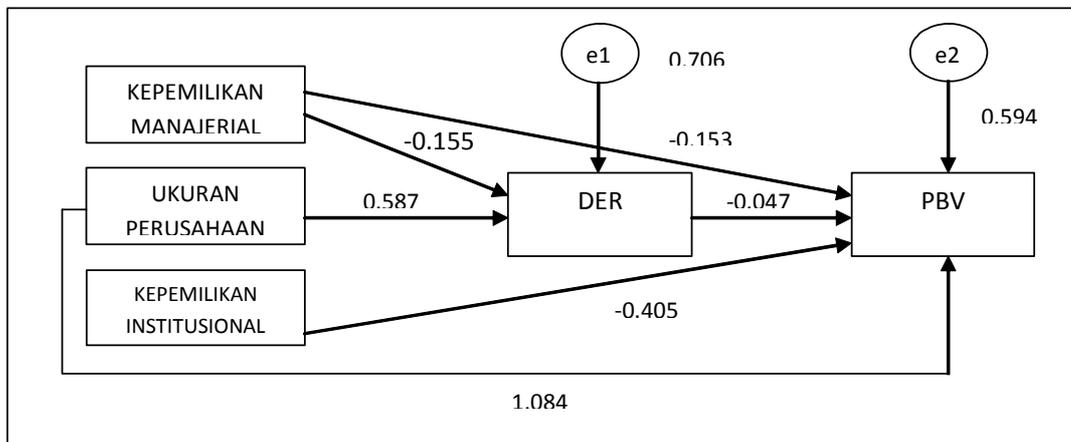
Sumber : Hasil output SPSS 16.00 (2014)

Tabel 11 menunjukkan bahwa secara statistik variabel *debt to equity ratio* tidak signifikan pada $\alpha = 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* tidak berpengaruh terhadap *price to book value* dan menolak hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa *debt to equity ratio* berpengaruh positif terhadap *price to book value*. Variabel kepemilikan manajerial tidak signifikan pada $\alpha = 0.05$, tetapi signifikan pada $\alpha = 0.10$. Dengan demikian, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *price to book value* dan menerima hipotesis keempat. Besarnya pengaruh kepemilikan manajerial adalah -0.153, artinya jika kepemilikan manajerial bertambah 1 unit (%), maka *price to book value* turun 0.153 kali, dengan asumsi variabel lain adalah tetap. Variabel lainnya yaitu kepemilikan institusional signifikan pada

$\alpha = 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *price to book value* dan menerima hipotesis kelima. Besarnya pengaruh kepemilikan institusional adalah -0.405, artinya jika kepemilikan institusional bertambah 1 unit (%), maka *price to book value* turun 0.405 kali, dengan asumsi variabel lain adalah tetap. Sama dengan variabel kepemilikan institusional, variabel ukuran perusahaan juga signifikan pada $\alpha = 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *price to book value* dan menerima hipotesis keenam. Besarnya pengaruh ukuran perusahaan adalah 1.084, artinya jika ukuran perusahaan bertambah 1 unit (rupiah), maka *price to book value* naik 1.084 kali, dengan asumsi variabel lain adalah tetap.

Berdasarkan hasil analisis regresi yang telah dijelaskan di atas, maka model struktural penelitian dapat dilihat pada gambar 4.7 berikut ini :

Gambar 12
Model Struktural Penelitian



Sumber : Hasil output SPSS 16.00 (2014)

Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa *standardized* koefisien untuk kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan pada model regresi 1 memberikan nilai -0.155 dan 0.587. Sedangkan koefisien untuk kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, dan DER pada model regresi 2 memberikan nilai -0.153, -0.405, 1.084, dan -0.047. Selain itu, kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *price to book value* baik secara langsung maupun melalui *debt to equity ratio*. Besarnya pengaruh langsung adalah -0.153, sedangkan besarnya pengaruh tidak

langsung yaitu $(-0.155) \times (-0.047) = -0.007$ atau total pengaruh kepemilikan manajerial ke *price to book value* adalah $-0.153 + (-0.007) = -0.16$. Variabel ukuran perusahaan juga dapat berpengaruh langsung maupun tidak langsung atau melalui *debt to equity ratio*. Besarnya pengaruh langsung adalah 1.084, sedangkan besarnya pengaruh tidak langsung yaitu $(0.587) \times (-0.047) = -0.028$ atau total pengaruh kepemilikan manajerial ke *price to book value* adalah $1.084 + (-0.028) = 1.056$.

Mendeteksi Pengaruh Mediasi

Tabel 13
Standard Error Pengaruh Tidak Langsung

Variabel	a	b	a ²	b ²	Sa	sb	sa ²	sb ²	sab
MNJ† DER † PBV	-0.026	-0.42	0.000676	0.001764	0.013	0.068	0.000169	0.004624	0.002
SIZE† DER † PBV	0.058	-0.42	0.003364	0.001764	0.008	0.068	0.000064	0.004624	0.004

Sumber : Hasil output SPSS 16.00 (2014)

Untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung, maka perlu menghitung nilai t dari koefisien ab dengan rumus :

$$t = \frac{ab}{sab}$$

Nilai t hitung dibandingkan dengan nilai t tabel, jika nilai t hitung > nilai t tabel, maka dapat disimpulkan terjadi pengaruh mediasi.

Tabel 14 adalah uji signifikansi pengaruh tidak langsung :

Tabel 14
Uji Signifikansi Pengaruh Tidak Langsung

Variabel	ab	sab	t hitung	t tabel	Keterangan
MNJ† DER† PBV	0.010902	0.002	5.451	1.97693	Terjadi pengaruh mediasi
SIZE† DER† PBV	-0.02436	0.004	-6.09	1.97693	Terjadi pengaruh mediasi

Sumber : Hasil output SPSS 16.00 (2014)

Berdasarkan hasil analisis jalur di atas, tabel 15 berikut ini :
maka ringkasan hasil penelitian ditampilkan pada

Tabel 15
Ringkasan Hasil Penelitian

No	Variabel Independen	Variabel Intervening	Variabel Dependen	Hipotesis	Hasil	Keputusan
1.	Kepemilikan Manajerial		<i>Debt to Equity Ratio</i>	Negatif (-)	Negatif (-) Signifikan	Diterima
2.	Ukuran Perusahaan			Positif (+)	Positif (+) Signifikan	Diterima
3.	<i>Debt to Equity Ratio</i>		<i>Price to Book Value</i>	Positif (+)	Negatif (-) Tidak signifikan	Ditolak
4.	Kepemilikan Manajerial			Negatif (-)	Negatif (-) Signifikan	Diterima
5.	Kepemilikan Instiusional			Negatif (-)	Negatif (-) Signifikan	Diterima
6.	Ukuran Perusahaan			Positif (+)	Positif (+) Signifikan	Diterima
7.	Kepemilikan Manajerial	<i>Debt to Equity Ratio</i>	<i>Price to Book Value</i>	Memediasi	Memediasi	Diterima
8.	Ukuran Perusahaan	<i>Debt to Equity Ratio</i>	<i>Price to Book Value</i>	Memediasi	Memediasi	Diterima

Sumber : Hasil output SPSS 16.00 (2014)

PEMBAHASAN

a. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Debt to Equity Ratio*

Analisis regresi menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt to equity ratio*. Artinya, semakin besar prosentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen terhadap total saham yang beredar, maka semakin kecil *debt to equity ratio*. Hasil penelitian ini membuktikan teori keagenan yang dikemukakan Jensen, et al. (1976) yang menyebutkan bahwa konflik agensi dapat diminimalkan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Pihak manajemen akan lebih berhati-hati dalam pengambilan keputusan pendanaan yang terkait dengan *debt to equity ratio* perusahaan. Pihak manajemen akan lebih memilih untuk menggunakan hutang sekecil mungkin untuk meminimalkan biaya modal dan hal ini berpengaruh pada kecilnya *debt to equity ratio*. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Christiawan, et al (2007). Menurutnya, manajer yang juga merangkap sebagai pemilik modal tidak ingin meningkatkan risiko *financial distress* perusahaan yang juga dapat membuatnya kehilangan insentif dan *return* atas dana yang telah ditanamkan pada perusahaan tersebut. Oleh karena itu, pihak manajemen akan menekan jumlah hutang serendah mungkin. Selain itu, dalam menjalankan aktivitas operasionalnya, pihak manajemen lebih menerapkan *minimize cost* dan *maximize value*, sehingga pihak manajemen cenderung menerapkan

kebijakan hutang yang kecil dengan biaya modal yang rendah (Maftukhah, 2013).

b. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Debt to Equity Ratio*

Hasil uji t menunjukkan bahwa secara statistik ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *debt to equity ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin banyak total aset yang dimiliki perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2008 sampai 2012, semakin mendorong perusahaan untuk melakukan pendanaan dari hutang dibandingkan dengan modal sendiri atau penerbitan saham baru. Dengan demikian, kondisi perusahaan manufaktur mendukung *Trade-off Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan besar relatif lebih mudah memenuhi sumber dana dari hutang daripada perusahaan kecil. Pihak kreditur atau pemberi hutang tentunya lebih menyukai untuk memberikan kredit kepada perusahaan besar karena kecil peluangnya untuk bangkrut dan tidak mampu membayar hutangnya. Begitu juga dengan pihak investor, perusahaan yang besar menunjukkan bahwa perusahaan mengalami perkembangan yang baik, sehingga mereka memiliki kepercayaan untuk menanamkan modal yang besar dengan harapan memperoleh tingkat pengembalian yang menguntungkan (Sari, et al., 2013). Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Indriani, et al. (2013), Rr. Suprantinegrum (2013), Putri (2012), dan Indrajaya, et al. (2011). Perusahaan besar lebih

memiliki akses yang mudah untuk mendanai perusahaannya dengan hutang, sehingga perusahaan besar lebih terdorong untuk menggunakan lebih banyak hutang dibanding modal sendiri. Hal inilah yang selanjutnya membawa dampak pada peningkatan *debt to equity ratio*.

c. Pengaruh *Debt to Equity Ratio* terhadap *Price to Book Value*

Koefisien regresi menunjukkan tanda negatif dan tidak signifikan, sehingga keputusannya adalah menolak hipotesis yang diajukan. Dengan kata lain, *debt to equity ratio* bukan merupakan faktor penentu *price to book value* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 sampai 2012. berdasarkan fakta empiris menyebutkan bahwa *price to book value* tahun 2010 sampai 2013 mengalami fluktuasi. Begitu juga dengan *debt equity ratio*, seperti yang ditampilkan pada tabel 1. Akan tetapi, pada saat *debt to equity ratio* mengalami penurunan pada tahun 2011, justru diikuti oleh kenaikan *price to book value*. Begitu juga dengan kenaikan *debt to equity ratio* tahun 2012 diikuti dengan penurunan *price to book value*. Oleh karena itu, hasil penelitian menyebutkan koefisien regresi dengan tanda negatif. Selain itu, data *debt to equity ratio* perusahaan manufaktur selama periode penelitian menunjukkan sebanyak 76 dari 144 data adalah lebih dari satu, artinya perusahaan manufaktur memiliki *debt to equity ratio* yang tinggi. Periode pengamatan penelitian ini dimulai satu tahun setelah krisis global yang terjadi

di Amerika dan pasar modal di seluruh dunia terkena imbasnya, termasuk Indonesia. Jadi, *debt to equity ratio* tidak menjadi perhatian utama investor dalam keputusan investasinya

d. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Price to Book Value*

Secara statistik kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *price to book value*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin banyak kepemilikan saham pihak manajemen, semakin menurunkan nilai perusahaan yang diprosikan oleh *price to book value*. Hasil penelitian ini sesuai dengan *entrenchment hypothesis* yang menyatakan bahwa besarnya kepemilikan saham manajerial 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. Hasil penelitian ini sepakat dengan hasil penelitian Sukirni (2012) dan Suteja, et al (2009). Penurunan nilai perusahaan disebabkan oleh adanya tindakan oportunistik pihak manajemen. Pihak manajemen lebih mengutamakan pendapatan yang tinggi daripada kepentingan para pemegang saham untuk meningkatkan nilai perusahaan.

e. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap *Price to Book Value*

Hasil uji t menunjukkan koefisien regresi variabel kepemilikan institusional terhadap *price to book value* adalah negatif signifikan dan menerima hipotesis kelima. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar

jumlah kepemilikan institusional justru akan menurunkan *price to book value*. Sesuai dengan *the strategic alignment hypothesis* yang menyatakan bahwa investor institusional dengan kepemilikan saham mayoritas lebih cenderung berpihak dan bekerjasama dengan pihak manajemen untuk mendahulukan kepentingan pribadinya daripada kepentingan pemegang saham minoritas. Hal ini merupakan sinyal negatif bagi pihak luar karena strategi aliansi investor institusional dengan pihak manajemen cenderung mengambil kebijakan perusahaan yang tidak optimal. Tindakan ini merugikan operasional perusahaan. Dampaknya, investor tidak akan tertarik untuk menanamkan modalnya, volume perdagangan saham menurun, harga saham perusahaan dan nilai perusahaan juga akan menurun. Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Suteja, et al (2009) dan Sujoko, et al (2007). Tindakan *monitoring* aktif berubah menjadi pasif dan oportunistik ketika kepemilikan saham investor institusional semakin besar.

- f. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Price to Book Value*
Koefisien regresi ukuran perusahaan terhadap *price to book value* menunjukkan tanda positif yang berarti semakin besar total aset yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan *price to book value*-nya. Hal ini konsisten dengan *signaling theory* yang menjelaskan bahwa besarnya total aset perusahaan dapat menjadi sinyal positif bagi pemilik modal. Total aset yang besar menunjukkan bahwa

perusahaan berprospek baik dalam waktu yang relatif lama, telah mencapai tahap kedewasaan, memiliki arus kas yang positif, dan mampu menghasilkan laba dengan stabil. Oleh karena itu, pemilik modal memiliki keyakinan besar untuk memperoleh tingkat pengembalian yang menguntungkan. Semakin banyak pemilik modal yang berminat untuk menanamkan dananya pada suatu perusahaan, maka permintaan saham juga semakin meningkat. Peningkatan ini juga berdampak pada harga saham perusahaan yang selanjutnya juga mempengaruhi *price to book value*-nya. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Susanto, et al (2013), Febryana (2013), Wuryani (2012), dan Sujoko, et al (2007).

- g. *Debt to Equity Ratio* Memediasi Kepemilikan Manajerial terhadap *Price to Book Value*

Berdasarkan uji sobel, t hitung lebih besar daripada t tabel, maka hipotesis ke-7 yang menyatakan bahwa *debt to equity ratio* memediasi kepemilikan manajerial terhadap *price to book value* diterima. Hal ini sesuai dengan teori agensi yang mengungkapkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial 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 dimilikinya, manajer akan mensejajarkan kepentingannya dengan kepentingan para pemilik modal untuk

memaksimalkan nilai perusahaan, melalui keputusan yang diambil termasuk keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan ditunjukkan pada *debt to equity ratio* perusahaan. 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, terutama keputusan pendanaan.

h. Debt to Equity Ratio Memediasi Ukuran Perusahaan terhadap *Price to Book Value*

Berdasarkan uji sobel, t hitung lebih besar daripada t tabel, maka hipotesis ke-8 yang menyatakan bahwa *debt to equity ratio* memediasi ukuran perusahaan terhadap *price to book value* diterima. Hal ini sesuai dengan *Trade-off Theory* yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan karena memiliki kemudahan dalam memenuhi sumber dananya. Sumber dana tersebut digunakan oleh perusahaan untuk kegiatan operasional perusahaan dalam meningkatkan penjualan. Jika penjualan meningkat, maka keuntungan yang diperoleh perusahaan juga semakin besar. Hal ini akan sangat menguntungkan bagi investor yang menanamkan dananya pada perusahaan tersebut. Reaksi positif investor ini dapat meningkatkan volume perdagangan saham karena semakin banyak investor yang tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Dengan demikian, maksimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai (Febryana, 2013).

SIMPULAN DAN IMPLIKASI HASIL PENELITIAN

Simpulan

1. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio* yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.048 ($\alpha = 0.05$) dan menerima hipotesis pertama.
2. Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *debt to equity ratio* yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.000 ($\alpha = 0.05$) dan menerima hipotesis kedua.
3. *Debt to equity ratio* tidak berpengaruh terhadap *price to book value* yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.545 ($\alpha = 0.05$) dan menolak hipotesis ketiga.
4. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap *price to book value* yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.057 ($\alpha = 0.10$) dan menerima hipotesis keempat.
5. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap *price to book value* yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.049 ($\alpha = 0.05$) dan menerima hipotesis kelima.
6. Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *price to book value* yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.000 ($\alpha = 0.05$) dan menerima hipotesis keenam.
7. *Debt to equity ratio* memediasi kepemilikan manajerial terhadap *price to book value* secara signifikan dan menerima hipotesis ketujuh. Besarnya pengaruh langsung adalah -0.153, sedangkan besarnya pengaruh tidak langsung yaitu -0.007

8. *Debt to equity ratio* memediasi ukuran perusahaan terhadap *price to book value* secara signifikan dan menerima hipotesis ketujuh. Besarnya pengaruh langsung adalah 1.084, sedangkan besarnya pengaruh tidak langsung yaitu -0.028.

Implikasi Kebijakan Manajerial

Hasil penelitian ini perlu diperhatikan oleh pemilik modal dan manajer dalam menentukan keputusan pendanaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan manufaktur di tengah guncangan ekonomi sebagai dampak krisis ekonomi global yang terjadi di Amerika Serikat tahun 2008 lalu. Pemilik modal dan manajer perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI perlu memperhatikan faktor kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan untuk menentukan keputusan pendanaan. Selain itu, untuk memaksimalkan nilai perusahaan, pemilik modal dan manajer juga perlu memperhatikan faktor kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan atau kelemahan. Pada model regresi 1, variasi variabel *debt to equity ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI hanya mampu dijelaskan variabel kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan

sebesar 29.4%, sedangkan sisanya sebesar 70.6% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian. Pada model regresi 2, variasi variabel *price to book value* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI hanya mampu dijelaskan oleh variasi variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, kepemilikan institusional, dan *debt to equity ratio* sebesar 40.6%, sedangkan sisanya sebesar 59.4% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian. Hal ini menunjukkan bahwa masih banyak variabel yang belum dimasukkan dalam model regresi sesuai dengan teori yang sudah ada.

Agenda Penelitian Mendatang

Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan terkait dengan penelitian yang akan dilakukan selanjutnya, di antaranya sebagai berikut :

1. Menambahkan variabel-variabel lain seperti faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* dan *trade-off theory* (seperti *tangibility*, *growth*, *profitability*, *non-debt tax shield*) dan faktor eksternal perusahaan (seperti tingkat inflasi, suku bunga, nilai tukar mata uang).
2. Menambahkan jumlah sampel dan periode pengamatan agar hasil yang diperoleh lebih mewakili populasi penelitian.

DAFTAR REFERENSI

- Ansori, Mokhamat dan H.N. Denica. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan yang Tergabung Dalam JII Studi pada BEI. *Analisis Manajemen*. Vol. 4 No.2, Juli 2010, pp. 153-175
- Brigham E.F. and J.F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Jakarta : Erlangga
- Christiawan Yulius Jogi dan Tarigan Josua. 2007. Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 9 No.1, Mei 2007, pp.1-8
- Darminto. 2010. Pengaruh Faktor Eksternal dan Berbagai Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen*. Vol. 8 No. 1, Februari 2010, pp. 138-150
- Deesomsak, Rataporn; Krishna, Paudyal and Pescetto, Gioia. 2004. The Determinant of Capital Structure : Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*. pp.1-27
- Djabid, Abdullah W. 2009. Kebijakan Dividend an Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang : Sebuah Perspektif Agency Theory. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol. 13 No. 2, Mei 2009, pp. 249-259
- Febryana, Hana. 2013. Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Mekanisme *Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan. Februari 2013, pp. 1-22
- Hanafi, M.M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : BPFE
- Harjito, D. Agus. Teori Pecking Order dan Trade-Off Dalam Analisis Struktur Modal di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol. 15 No. 2, Juli 2011, pp.187-196
- Husnan, Suad. 2008. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Yogyakarta : BPFE
- Indrajaya, Glen; Herlina dan Setiadi, Rini. 2011. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas, dan Risiko bisnis terhadap Struktur Modal : Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2007. *Akurat Jurnal Ilmiah Akuntansi Nomor 6*. September-Desember 2011.
- Indriani, Astiwi dan Widarti, Endang Tri. 2013. Penentu-penentu Struktur Modal Perusahaan yang Sahamnya Masuk Jakarta Islamic Index. *Jurnal Dinamika Manajemen*. Vol. 4 No.1, pp. 59-68
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. pp. 1-77
- Kartika, Andi. 2009. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Go Public di BEI. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*. Vol. 1 No. 2, Agustus 2009, pp. 105-122

- Keown, Arthur J. 2008. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat
- Kuncoro, Mudrajad. 2009. *Metode Riset untuk Bisnis & Ekonomi Edisi 3*. Jakarta : Erlangga
- Maftukhah, Ida. 2013. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kinerja Keuangan Sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*. Vol .4 No .1, pp. 69-81
- Mahadwartha, Putu Anom Predictability. 2003. Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership in Indonesia; An Agency Theory Perspective. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 18 No. 3, pp. 1-20
- Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan Edisi 1*. Yogyakarta : BPFE
- Myers, Stewart C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*. pp. 1-33
- Nanok, Yanuar. 2008. Capital Structure Determinan di Indonesia. *Akuntabilitas*. Maret 2008, pp. 122-127
- Putri, Meidera Elsa Dwi. 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*. Vol. 1 No. 1, September 2012, pp.1-10
- Sari, Dessy Handa; Djazuli, Atim dan Aisjah, Siti. 2013. Determinan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen*. Vol.11 No.1, Maret 2013, pp. 77-84
- Sasurya, Aris dan Asandimitra, Nadia. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*. Vol.1 No.2. pp. 428-442
- Seftianne dan Handayani, Ratih. 2011. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.13 No.1. April 2011. pp. 39-56
- Soemarso, S. R. 2002. *Akuntansi Suatu Pengantar*. Jakarta : Rineka Cipta
- Sugiyono. 2007. *Metode Penelitian Pendidikan*. Bandung : Alfabeta
- Sujoko dan Subyantoro, Ugy. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9 No.1. Maret 2007. pp. 41-48.
- Supratinigrum. 2013. Pengaruh Pertumbuhan Aktiva dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Perbankan. *Jurnal Ilmiah Dinamika Ekonomi dan Bisnis*. Vol.1 No.1. Februari 2013. pp.32-43
- Susanto, Margaret dan Juniarti. 2013. Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance (GCG) pada Variabel Ukuran, Debt Ratio, dan Sektor Industri terhadap Nilai perusahaan. *Business Accounting Review*. Vol. 1 No.2. pp. 246-254.

- Van Horne, James C and Wachowicz, John M. 2005. *Fundamentals of Financial Management Edisi 12*. USA : Pearson Education
- Wahyudi, Untung dan Pawestri, H. P. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan : Dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*. Malang. Agustus 2006. pp. 1-25.
- Wijaya, L. R. P. 2010 Implikasi Keputusan Investasi, keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Tesis*. Fakultas Ekonomi UNS. Surakarta.
- Wuryani, Eni. 2012. Company Size In Response to Earnings Management and Company Performance. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*. Vol. 15 No.3. December 2012. pp. 491-506.
- Yuliani. 2012. Blockholder Ownership, Capital Structure and Manufacture Company Value in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*. Vol. 15 No.3. Desember 2012. pp. 471-48.