

PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEPUTUSAN INVESTASI, KEPUTUSAN PENDANAAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Tarisma Septi Wardhani (FEB Universitas Brawijaya) ¹⁾
Grahita Chandrarin (Fakultas Ekonomi Universitas Merdeka) ²⁾
Aulia Fuad Rahman (FEB Universitas Brawijaya) ³⁾

ABSTRAK

Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Nilai Perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan *price book value* (PBV), keputusan investasi diukur dengan *price earning ratio* (PER), keputusan pendanaan diukur dengan *debt equity ratio* (DER) dan kebijakan dividen diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR). Pengujian dilakukan pada 17 perusahaan yang terdaftar dalam indeks Kompas-100 Bursa Efek Indonesia selama tahun 2008-2012. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *moderated regression analysis* (MRA). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen secara langsung berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi dan keputusan pendanaan juga bisa memoderasi hubungan antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan namun dengan arah negatif, sedangkan kebijakan dividen tidak bisa memoderasi hubungan antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Temuan penelitian mengindikasikan bahwa tingkat kepemilikan institusional yang tinggi serta keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen yang optimal dalam perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Kata Kunci: Kepemilikan institusional, keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, nilai perusahaan.

ABSTRACT

This research examines the effect of institutional ownership to firm value by investment decision, financing decision and dividend decision as a moderating variable. Firm value in this research were measured by price book value (PBV), investment decision were measured by price earning ratio (PER), financing decision were measured by debt equity ratio (DER) and dividend decision were measured by dividend payout ratio (DPR). The examination was held in 17 companies that listed in index kompas-100 of Indonesia Stock Exchange during 2008-2012. Data analysis technique used in this research is moderated regression analysis (MRA). The results of this research indicate that institutional ownership, investment decision, financing decision and dividend decision positively affect firm value. This research also provide evidence that investment decision and financing decision may moderate the relationship between institutional ownership and firm value with negative influence, but dividend decision couldn't be moderated variable. The research findings indicate that companies with higher institutional ownership, investment decision, financing decision and dividend decision will further increase the firm value.

Keywords: Institutional Ownership, Investment Decision, Financing Decision, Dividend Decision, Firm Value.

PENDAHULUAN

Persaingan dunia bisnis di era globalisasi semakin kompetitif. Salah satu cara agar perusahaan tetap bisa bertahan dalam persaingan adalah dengan meningkatkan nilai perusahaannya. Nilai perusahaan merupakan tujuan utama suatu perusahaan yang mencerminkan kesejahteraan para pemilikinya (Brigham dan Gapenski, 1996). Perusahaan yang mampu bertahan dalam persaingan dan terus berkembang, akan mempunyai nilai yang tinggi di mata investor. Nilai perusahaan menjadi konsep yang penting bagi investor sebagai indikator penilaian kinerja perusahaan secara keseluruhan. Semakin tinggi penilaian investor terhadap suatu perusahaan, maka harga saham perusahaan tersebut juga akan semakin meningkat (Salvatore, 2005). Menurut Husnan (2000), nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Keown *et al.* (2004) menyatakan jika nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga utang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Nilai perusahaan pada perusahaan publik umumnya dikaitkan dengan harga saham yang beredar di pasar, karena harga pasar saham menunjukkan penilaian sentral di semua pelaku pasar dan merupakan barometer kinerja perusahaan yang digunakan sebagai sarana apresiasi bagi investor. Menurut Soliha dan Taswan (2002), nilai perusahaan juga lazim diindikasikan dengan *price to book value* (PBV). PBV merupakan rasio untuk menentukan nilai intrinsik saham yang akan mempengaruhi keputusan investor untuk membeli atau menjual saham. PBV menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan yang relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Semakin tinggi rasio PBV, maka dapat diartikan bahwa kepercayaan investor terhadap perusahaan juga semakin tinggi atau dengan kata lain akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan ke depan (Wirawati, 2008).

Hasnawati (2005) mengemukakan bahwa optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui implementasi kebijakan keuangan yang tercermin dari keputusan investasi (*investment decision*), keputusan pendanaan (*financing decision*) dan kebijakan dividen (*dividend policy*). Keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan yang mempunyai hukum dasar *high risk - high return, low risk - low return*. Keputusan investasi yang tepat akan menghasilkan *return* yang tinggi dan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Keputusan investasi juga dapat berperan sebagai mekanisme transmisi antara kepemilikan saham dan nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Dalam rangka mendanai berbagai alternatif investasi, dibutuhkan penentuan struktur modal (pendanaan) yang tepat sehingga juga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Sawir, 2004). Salah satu kebijakan pendanaan adalah dengan utang. Pendanaan dengan utang akan diartikan oleh pihak luar sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa mendatang atau bisa juga diartikan sebagai risiko bisnis perusahaan (Afzal dan Rohman, 2012). Dalam perspektif manajerial, keputusan struktur modal juga dipengaruhi oleh keinginan dan pilihan yang hendak dicapai seorang manajer. Kemampuan perusahaan dalam membayar dividen juga berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Afzal dan Rohman, 2012). Semakin tinggi dividen yang dibayarkan, sumber dana internal perusahaan memang akan berkurang, namun akan mengurangi biaya keagenan karena terbatasnya peluang pemakaian arus kas bebas oleh manajer. Dampaknya, harga saham juga akan semakin tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi. Meningkatnya nilai perusahaan dapat menarik minat para investor untuk menanamkan modalnya dengan ekspektasi tingkat *return* yang akan diperoleh.

Pencapaian tujuan perusahaan juga terkait dalam hubungan keagenan yang terjadi dalam perusahaan. Dalam hal meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemilik, *agent* (manajer) dituntut untuk bertindak sesuai keinginan *principal* (pemilik), sehingga segala keputusan yang dibuat oleh *agent* adalah demi kepentingan terbaik *principal*. Namun, karena adanya pemisahan fungsi antara *decision management* dan *decision control* dalam perusahaan,

maka menimbulkan adanya perbedaan kepentingan antara keduanya dan terjadilah masalah keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Pemilik mengharapkan perusahaannya bisa tumbuh dalam jangka panjang, sedangkan *agent* dalam menjalankan tugasnya lebih berorientasi kepada jangka pendek atau sesuai dengan kontrak masa kerjanya.

Berle dan Means (1932) dalam Tarjo (2002) pernah menginvestigasi jika struktur kepemilikan perusahaan publik dan masalah keagenan merupakan isu sentral dalam literatur keuangan. Masalah keagenan seperti yang dipaparkan di atas terjadi apabila kepemilikan saham tersebar dan pemilik atau pemegang saham harus menyerahkan fungsi pengelolaan perusahaan kepada manajer. Masalah keagenan lain terjadi dalam jenis perusahaan dengan kondisi struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, dimana terdapat pemegang saham mayoritas yang dapat mengendalikan manajer atau bahkan menjadi bagian dari manajemen itu sendiri (Tarjo, 2002). Akibatnya pemegang saham mayoritas (pemilik) memiliki kendali mutlak dibanding pemegang saham minoritas (publik) dan berpeluang menimbulkan konflik kepentingan. La Porta *et al.* (1999) menunjukkan bahwa kepemilikan perusahaan-perusahaan publik di Indonesia adalah kepemilikan terkonsentrasi atau dikendalikan oleh pemegang saham besar. Diana dan Irianto (2008) juga menyatakan jika kondisi struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia (yang terdaftar di BEI) belum ada pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan kontrol perusahaan.

Masalah keagenan dalam perusahaan memang tidak bisa dihilangkan sama sekali namun bisa diminimalisasi dengan membentuk suatu mekanisme yang dapat menyelaraskan kepentingan *agent* dan *principal*. Untuk menjamin agar kinerja *agent* sesuai dengan yang diharapkan, maka perusahaan harus bersedia menanggung biaya keagenan sebagai bentuk *monitoring* dan insentif kepada *agent* (Brigham dan Weston, 1990). Shleifer and Vishny (1997) menyatakan bahwa untuk mengatasi konflik keagenan adalah melalui pengelolaan perusahaan yang baik (*good corporate governance/GCG*). Dengan prinsip GCG tersebut diharapkan adanya keterbukaan informasi perusahaan, sehingga tidak ada lagi pihak yang dirugikan.

Menurut Fama dan Jensen (1983), konsentrasi kepemilikan saham dipercaya dapat meminimalisasi perbedaan kepentingan tersebut. Kepemilikan saham oleh pihak luar (*outsider ownership concentration*) dan kepemilikan saham oleh manajerial (*ownership management*) dapat menjadi substitusi bagi biaya keagenan. Kepemilikan saham oleh pihak luar akan meningkatkan *monitoring* yang lebih optimal terhadap kinerja manajer, sedangkan kepemilikan manajerial adalah bentuk insentif yang dapat memotivasi kinerja manajer (Jensen dan Meckling, 1976). Lee (1999) berpendapat bahwa kepemilikan oleh pihak luar seperti investor institusional dan pihak asing, dianggap lebih mampu dalam mengendalikan kinerja manajer karena memiliki kemampuan dan pengalaman yang baik di bidang keuangan dan bisnis. Menurut Crutchley (1989) dan Bathala *et al* (1994), kepemilikan institusional dapat menggantikan kepemilikan manajerial dalam mengontrol biaya keagenan.

Kepemilikan saham dan keputusan keuangan sama-sama memiliki peranan penting dalam penciptaan nilai perusahaan. Keduanya juga memiliki hubungan yang saling mempengaruhi. Besarnya kepemilikan akan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan institusional yang tinggi akan berdampak pada kebijakan *dividend payout ratio* (DPR) yang tinggi. Bhattacharya (1979) dalam Widanaputra (2007) menyatakan bahwa pemegang saham memiliki kecenderungan lebih menyukai dividen yang dibagikan dalam jumlah yang relatif besar, karena memiliki tingkat kepastian yang tinggi daripada dalam bentuk laba ditahan. Kepemilikan institusional yang tinggi juga relatif menginginkan penetapan pendanaan dengan utang agar hak-hak mereka (para pemegang saham) terhadap perusahaan tidak berkurang (Putri dan Nasir, 2006). Peningkatan dividen dan penetapan pendanaan dengan utang dapat mengurangi ketersediaan *free cash flow* (arus kas bebas), sehingga dapat membatasi keinginan manajer untuk menggunakannya secara tidak efisien (Jensen dan Meckling, 1976).

Berbagai penelitian mengenai kepemilikan institusional dan nilai perusahaan menunjukkan keragaman hasil. Jensen (1986) menyatakan kepemilikan institusional yang

semakin tinggi akan meningkatkan pengendalian oleh pihak eksternal terhadap perusahaan sehingga *agency cost* yang terjadi semakin berkurang dan nilai perusahaan semakin meningkat. Rachmawati dan Triatmoko (2007) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pizarro *et al.* (2006) menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan mampu meningkatkan nilai perusahaan yang berarti juga kemakmuran pemegang saham. Brush *et al.* (2000) mengemukakan jika pemilik mayoritas sangat berkepentingan untuk menjaga reputasi perusahaan dan dirinya sebagai pemegang saham pengendali. Hal tersebut diwujudkan dengan adanya pengungkapan informasi mengenai kondisi perusahaan, walaupun memiliki konsekuensi terhadap biaya yang dikeluarkan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*). Herawaty (2008) menemukan bahwa variabel struktur kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, penelitian Jennings (2002), Gunarsih (2003) serta Mas'ud dan Suranta (2003) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berhasil meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian Demsetz and Villalonga (2001) tidak menemukan hubungan kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan.

Penelitian tentang hubungan keputusan keuangan, kepemilikan institusional dan nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan. Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi keputusan investasi dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Agrawal (1994) meneliti tentang kebijakan dividen terhadap semua ekuitas perusahaan menemukan bahwa kebijakan dividen secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan. Herry dan Hamin (2005) menunjukkan bahwa *leverage (utang)* menyebabkan peningkatan nilai perusahaan. Utang yang dipergunakan secara efektif dan efisien akan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi apabila dilakukan dengan tujuan untuk menarik perhatian para kreditur, maka justru memicu bagi manajer untuk melakukan manajemen laba dan menurunkan nilai perusahaan (Widyaningdyah, 2001).

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen sebagai pemoderasi. Penelitian ini memiliki perbedaan dengan penelitian terdahulu yaitu penelitian oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menggunakan sampel seluruh perusahaan manufaktur di BEI serta menggunakan variabel kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial sebagai variabel independen serta variabel keputusan keuangan sebagai variabel *intervening*. Sampel yang diteliti dalam penelitian ini memfokuskan pada perusahaan yang masuk dalam indeks Kompas-100 BEI yang berjumlah 100 perusahaan dari berbagai bidang industri. Variabel independennya hanya difokuskan pada konsentrasi kepemilikan institusional, karena dikaitkan dengan tipe kepemilikan perusahaan di Indonesia yang umumnya terkonsentrasi oleh pemegang saham mayoritas dan pemilik saham mayoritas dianggap bisa menjadi substitusi dalam mengatasi masalah keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan (Bathala *et al.*, 1994). Keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen dalam penelitian ini digunakan sebagai variabel *moderating* untuk memberikan hasil penelitian yang berbeda dari peneliti sebelumnya, dengan asumsi bahwa dampak dari keputusan keuangan yang diambil perusahaan terkait dengan peranan dari kepemilikan institusional akan berpengaruh terhadap naik turunnya nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham akibat reaksi investor dalam merespon saham tersebut.

Atas dasar latar belakang dalam uraian di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang terdaftar dalam indeks Kompas-100 BEI?

2. Apakah keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang terdaftar dalam indeks kompas-100 BEI?
3. Apakah keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen dapat memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan yang terdaftar dalam indeks kompas-100 BEI?

Atas dasar rumusan masalah yang ada, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan yang terdaftar dalam indeks kompas-100 BEI.
2. Untuk menguji pengaruh keputusan keuangan yang terdiri keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang terdaftar dalam indeks kompas-100 BEI.
3. Untuk menguji keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen dalam memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan yang terdaftar dalam indeks kompas-100 BEI.

TINJAUAN PUSTAKA

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan (*firm value*) merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar dalam menilai perusahaan secara keseluruhan (Salvatore, 2005). Wahyudi dan Pawestri (2006) juga menjelaskan bahwa nilai perusahaan merupakan harga pasar yang bersedia dibayar oleh calon pembeli seandainya perusahaan tersebut dijual. Secara umum, aspek utama yang menjadi tolak ukur penilaian perusahaan oleh investor adalah kinerja perusahaan yang tercermin dalam besaran laba, dimana laba yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang baik dan menunjukkan efektifitas dan efisiensi dalam pengelolaan perusahaan (Nuraina, 2012). Namun, investor tidak semata-mata hanya menilai laba atau kekayaan perusahaan yang dilaporkan dalam neraca saja, tapi juga menilai bagaimana proses laba tersebut dilaporkan (memenuhi prinsip akuntansi) dan tata kelola perusahaan (GCG), seperti kinerja manajemen dan reputasi perusahaan yang baik (Erlangga dan Suryandari, 2009).

Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan sangat penting dalam menentukan nilai perusahaan. Terdapat dua aspek kepemilikan yang perlu dipertimbangkan yaitu kepemilikan oleh pihak luar (*outsider ownership's*) dan pihak dalam (*insider ownership's*) atau manajemen perusahaan. Konsentrasi kepemilikan dapat diukur dengan persentase kepemilikan saham terbesar yang dimiliki (Saleh, 2004). Kepemilikan perusahaan oleh pihak luar mempunyai pengaruh yang besar terhadap perusahaan, seperti melalui media massa berupa kritikan atau komentar yang semuanya dianggap suara publik atau masyarakat. Konsentrasi kepemilikan oleh pihak luar dapat mengubah pengelolaan perusahaan (Hilmi dan Ali, 2008).

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan institusi lain (Wahidahwati, 2001). Putri dan Nasir (2006) juga menjelaskan bahwa kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, insititusi luar negeri, dana perwalian serta institusi lainnya pada akhir tahun. Institusi bisa menguasai mayoritas saham karena memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Kepemilikan institusional menjadi salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, karena berperan dalam memonitor manajer yang mengelola perusahaan. Kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan

kinerja manajer yang lebih optimal karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap kinerja manajer.

Keputusan Investasi (*Investment Decision*)

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan dimasa-masa yang akan datang (Subaweh, 2008). Keputusan investasi merupakan keseluruhan proses perencanaan dan pengambilan keputusan dalam berbagai bentuk investasi yang jangka waktu kembalinya modal lebih dari satu tahun (Subaweh, 2008). Keputusan investasi merupakan keputusan yang paling penting diantara fungsi manajemen keuangan lainnya dan hampir semua bagian dari perusahaan terpengaruh oleh keputusan investasi. Fama (1978) dalam Hidayat (2010) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi, sehingga dapat diartikan bahwa tujuan perusahaan dapat dicapai melalui kegiatan investasi perusahaan.

Keputusan Pendanaan (*Financing Decision*)

Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang menyangkut struktur keuangan perusahaan (*financial structure*) yang meliputi utang jangka pendek, utang jangka panjang dan modal sendiri. Struktur keuangan dipengaruhi oleh besar kecilnya investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan, sehingga komposisi pendanaan bisa berubah-ubah (Purnamasari, 2009). Keputusan pendanaan secara sederhana dapat diartikan sebagai keputusan manajer dalam menentukan sumber-sumber pendanaan perusahaan baik dari modal internal (laba ditahan) atau modal eksternal. Keputusan pendanaan dikeluarkan oleh manajer setelah melalui mekanisme pengambilan keputusan yang sesuai dengan struktur modal perusahaan (Irfan, 2002). Keputusan pendanaan merupakan salah satu penyebab timbulnya konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham, namun keputusan pendanaan terutama dengan utang bisa menjadi salah satu alternatif untuk menurunkan biaya keagenan karena utang dapat menurunkan kelebihan arus kas perusahaan sehingga akan menurunkan peluang pemborosan oleh manajer (Jensen dan Meckling, 1976). Kebijakan utang biasanya berhubungan dengan adanya kebutuhan modal untuk investasi atau untuk menutup utang lainnya.

Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*)

Dividen merupakan sinyal dan stabilitas aliran kas dimasa mendatang. Perusahaan yang memiliki aliran kas stabil membayar dividen lebih tinggi dibandingkan perusahaan perusahaan yang memiliki aliran kas tidak stabil (Ratnawati, 2001). Dividen merupakan keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham sebagai *return* atas investasi mereka. Kebijakan dividen menyangkut masalah distribusi laba perusahaan yang ditentukan oleh pemegang saham melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Besar kecilnya dividen merupakan *trade off* antara porsi keuntungan yang akan dibayarkan sebagai dividen dengan porsi keuntungan yang akan tetap ditahan dalam perusahaan sebagai bagian dari komponen *internal financing*. Besar kecilnya dividen juga dapat dijadikan sebagai alat *monitoring* bagi pemegang saham terhadap kinerja manajer dan menjadi salah satu alternatif dalam mengurangi masalah keagenan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan jenis penelitian eksplanasi (*explanatory research*) karena bertujuan untuk menjelaskan hubungan kausal antara variabel (Cooper & Schindler, 2001). Pengujian dilakukan pada 17 perusahaan yang terdaftar dalam indeks Kompas-100 Bursa Efek Indonesia selama tahun 2008-2012. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *moderated regression analysis* (MRA).

Obyek dalam penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam indeks Kompas-100 di BEI periode 2008-2012. Jumlah perusahaan dalam indeks Kompas-100 adalah sebanyak 100 perusahaan per tahun. Berdasarkan hasil dari *purposive sampling method*, maka diperoleh jumlah sampel sebanyak 17 perusahaan. Data terobservasi yang diperoleh selama 5 (lima) tahun pengamatan sebanyak 85 observasi.

Atas dasar perumusan masalah dan tujuan penelitian, maka disusun hipotesis sebagai berikut:

- H₁ : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H_{2.a} : Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H_{2.b} : Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H_{2.c} : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H_{3.a} : Keputusan investasi memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.
- H_{3.b} : Keputusan pendanaan memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.
- H_{3.c} : Kebijakan dividen memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

HASIL PENELITIAN

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan (H₁)

Hipotesis pertama (H₁) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional dalam perusahaan, maka akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer dan mengurangi perilaku oportunistik manajer, sehingga nilai perusahaan juga akan semakin meningkat. Berdasarkan hasil uji regresi menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki nilai probabilitas (nilai p) sebesar 0,002 (signifikan secara statistik pada $\alpha=5\%$) dan nilai koefisien regresi (nilai t) sebesar 3,212. Sehingga dapat dinyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif, semakin tinggi kepemilikan institusional akan meningkatkan nilai perusahaan, maka hipotesis pertama (H₁) diterima.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Shleifer dan Vishny (1986) dan Bathala *et al* (1994) yang mengemukakan jika investor institusional dapat memonitor tim manajer secara efektif dan pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Mehran (1992) menyatakan bahwa investor institusional merupakan mekanisme untuk menaikkan nilai perusahaan melalui pasar modal sehingga pada akhirnya akan mempengaruhi harga saham perusahaan. Lemon dan Lins (2003) serta Sujoko dan Soebiantoro (2007) membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena meningkatkan kepemilikan institusional akan menjadikan fungsi pengawasan berjalan secara efektif dan menjadikan manajer semakin berhati-hati dalam memperoleh dan mengelola pinjaman (utang). Arif (2006) mengemukakan bahwa perusahaan yang kepemilikan institusionalnya lebih dari 5%, mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen. Adanya *monitoring* yang efektif akan menjamin kemakmuran para pemegang saham karena selanjutnya dapat mengubah struktur pengelolaan perusahaan (Suranta dan Midiastuty, 2004).

Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan (H_{2.a})

Hipotesis $H_{2.a}$ menyatakan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sehingga semakin tinggi investasi perusahaan, maka nilai perusahaan juga akan semakin meningkat. Berdasarkan hasil uji regresi menunjukkan bahwa keputusan investasi memiliki nilai probabilitas (nilai p) sebesar 0,003 (signifikan secara statistik pada $\alpha=5\%$) dan nilai koefisien regresi (nilai t) sebesar 3,098. Berdasarkan hasil uji regresi tersebut dapat dinyatakan jika hipotesis $H_{2.a}$ diterima.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Hasnawati (2005) yang meneliti tentang pengaruh set peluang investasi terhadap nilai perusahaan di BEJ (sekarang BEI) menyimpulkan keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25%, sedangkan sisanya sebesar 87,75% dipengaruhi oleh faktor lain seperti keputusan pendanaan, kebijakan dividen, faktor eksternal perusahaan seperti tingkat inflasi, kurs mata uang, pertumbuhan ekonomi, politik, dan *psychology* pasar. Wijaya dan Wibawa (2010) menjelaskan jika perusahaan mampu memaksimalkan kemampuannya melalui investasi-investasinya untuk menghasilkan laba yang optimal, maka dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena investor akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang mampu menghasilkan laba optimal. Rakhimsyah dan Gunawan (2011) juga menyatakan dalam penelitiannya jika keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. PER yang tinggi akan membuat nilai perusahaan meningkat khususnya di mata investor, karena PER yang tinggi mencerminkan keadaan perusahaan yang sehat dan menunjukkan pertumbuhan perusahaan. Teori *signaling* juga menjelaskan jika investasi yang meningkat dapat meningkatkan harga saham yang merupakan indikator dari nilai perusahaan (Rakhimsyah dan Gunawan, 2011).

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan ($H_{2.b}$)

Hipotesis $H_{2.b}$ menyatakan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sehingga semakin tinggi keputusan pendanaan perusahaan yang diprosikan dengan DER, maka nilai perusahaan juga akan semakin meningkat. Berdasarkan hasil uji regresi menunjukkan bahwa keputusan pendanaan memiliki nilai p sebesar 0,026 (signifikan secara statistik pada $\alpha=5\%$) dan nilai t sebesar 2,266. Berdasarkan hasil uji regresi tersebut dapat dinyatakan bahwa hipotesis $H_{2.b}$ diterima.

Peningkatan utang dapat diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar atau meningkatkan penilaian investor terhadap perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Selain itu, pendanaan yang didanai melalui utang akan menghasilkan efek *tax deductible*. Artinya, perusahaan yang memiliki utang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak sehingga dapat memberi manfaat bagi pemegang saham. Pengurangan pajak tersebut akan menambah laba perusahaan yang dapat dipakai untuk investasi perusahaan di masa yang akan datang atau untuk dibagikan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham. Sehingga pendanaan khususnya dengan utang memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Angelo dan Masulis, 1980). Penelitian lain yang mendukung hasil penelitian ini yaitu penelitian oleh Wijaya dan Wibawa (2010) yang memberikan bukti empiris bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun dengan menggunakan pendanaan melalui ekuitas yang lebih banyak daripada menggunakan pendanaan melalui utang.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan ($H_{2.c}$)

Hipotesis H_{2.c} menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sehingga semakin tinggi kebijakan pembagian dividen oleh perusahaan yang diprosikan dengan DPR, maka nilai perusahaan juga akan semakin meningkat. Berdasarkan hasil uji regresi menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki nilai p sebesar 0,030 (signifikan secara statistik pada $\alpha=5\%$) dan nilai t sebesar 2,209. Berdasarkan hasil uji regresi tersebut dapat dinyatakan bahwa hipotesis H_{2.c} diterima.

Penelitian tentang kebijakan dividen dalam pengaruhnya terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Bhattacharya (1979) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen, mungkin diartikan oleh pemodal sebagai sinyal harapan manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang, sehingga kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan (Sartono, 2001). Hasil penelitian Hasnawati (2005) dan Wijaya dan Wibawa (2010) juga menyatakan jika kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pembagian dividen secara konsisten akan menarik investor untuk menginvestasikan dananya pada perusahaan, bahkan ada investor yang menginvestasikan dananya pada perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah yang besar meskipun dengan konsekuensi harus membayar pajak yang tinggi atas dividen yang diperoleh tersebut.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Investasi sebagai Variabel Moderasi (H_{3.a})

Hipotesis H_{3.a} yaitu Variabel interaksi antara kepemilikan institusional dan keputusan investasi (variabel moderasi 1) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan namun dengan arah negatif. Hal ini terlihat dari hasil uji regresi yang menunjukkan bahwa variabel interaksi antara kepemilikan institusional dan keputusan investasi memiliki nilai t sebesar -1,998, nilai koefisien regresi -0,303 (negatif) dan nilai p sebesar 0,049 (signifikan secara statistik pada $\alpha=5\%$). Kesimpulannya, secara langsung keputusan investasi dapat meningkatkan nilai perusahaan, namun interaksi antara kepemilikan institusional dengan keputusan investasi tidak terbukti dapat meningkatkan nilai perusahaan atau variabel keputusan investasi justru akan memperlemah hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan, sehingga hipotesis H_{3.a} ditolak.

Pengaruh keputusan investasi dalam meningkatkan nilai perusahaan mendukung hasil penelitian oleh Hasnawati (2005) yang meneliti tentang pengaruh set peluang investasi terhadap nilai perusahaan di BEJ (sekarang BEI) dan menyimpulkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keown *et al.* (2011) menyatakan bahwa kebijakan investasi ataupun dividen yang buruk akan mengakibatkan para investor bereaksi dan membuat harga saham menjadi turun, sehingga nilai perusahaan juga akan turun dan sebaliknya. Sedangkan hasil penelitian tentang moderasi keputusan investasi dalam memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan tidak mendukung hasil penelitian oleh (Mehran, 1992) dan Ratnawati (2001), yang menyatakan bahwa ketatnya pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional sangat tergantung pada besarnya investasi yang dilakukan, sehingga semakin tinggi tingkat investasi, maka akan meningkatkan pengawasan dan akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Investasi yang signifikan akan mendorong pemegang saham institusional untuk memonitor dan melindungi investasi tersebut dari perilaku opportunistik manajer. Menurut Cahyono, 2000 dan Wirawati, 2008, ada sebagian investor yang menilai PER yang tinggi (proksi dari keputusan investasi) sebagai suatu prospek berkembangnya perusahaan ke depan, sehingga investor bersedia membeli saham perusahaan tersebut meskipun dengan harga yang sangat tinggi. Namun dalam penelitian ini, PER yang tinggi dengan tingginya kepemilikan oleh investor institusional ternyata tidak berhasil meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Pendanaan sebagai Variabel Moderasi (H_{3.b})

Hipotesis H_{3.b} yaitu variabel interaksi antara kepemilikan institusional dan keputusan

pendanaan (variabel moderasi 2) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan namun dengan arah negatif. Hal ini terlihat dari hasil uji regresi yang menunjukkan bahwa variabel interaksi antara kepemilikan institusional dan keputusan pendanaan memiliki nilai t sebesar $-2,517$, nilai koefisien regresi $-0,572$ (negatif) dan nilai p sebesar $0,014$ (signifikan secara statistik pada $\alpha=5\%$). Sehingga dapat disimpulkan bahwa secara langsung, keputusan pendanaan dapat meningkatkan nilai perusahaan, namun interaksi antara kepemilikan institusional dengan keputusan pendanaan tidak terbukti dapat meningkatkan nilai perusahaan atau dengan kata lain, variabel keputusan pendanaan justru akan memperlemah hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan, sehingga hasil uji hipotesis $H_{3,b}$ ditolak. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) menyimpulkan bahwa kebijakan pendanaan dengan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sehingga, semakin besar tingkat utang, semakin besar kemungkinan terjadinya ketidakmampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya dan umumnya investor lebih menyukai perusahaan dengan risiko kebangkrutan yang rendah.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi ($H_{3,c}$)

Hipotesis $H_{3,c}$ yaitu variabel interaksi antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen (variabel moderasi 3) secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini terlihat dari hasil uji regresi yang menunjukkan bahwa variabel interaksi antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen memiliki nilai t sebesar $-2,232$, nilai koefisien regresi $-0,041$ (negatif) dan nilai p sebesar $0,817$ (tidak signifikan secara statistik pada $\alpha=5\%$). Sehingga dapat disimpulkan bahwa interaksi antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen tidak terbukti dapat menjadi pemoderasi antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan, meskipun secara langsung kebijakan dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sehingga tinggi atau rendahnya dividen tidak berpengaruh apa-apa (tidak memperkuat/memperlemah) terhadap hubungan kepemilikan institusional dan nilai perusahaan, artinya hipotesis $H_{3,c}$ ditolak.

Implikasi Penelitian

Berdasarkan analisis dan pembahasan hasil penelitian, penelitian ini secara umum mendukung teori agensi (*agency theory*). Teori agensi merupakan basis teori dari praktik bisnis suatu perusahaan yang menjelaskan tentang hubungan kerjasama (kontrak agensi) antara *principal* (pemegang saham) dan *agent* (manajer) (Jensen dan Meckling, 1976). Hubungan kerjasama tersebut diharapkan bisa berjalan efektif untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran pemilik. Namun dalam praktiknya, hubungan kerjasama tersebut tidak selalu sesuai harapan para pemilik, karena adanya pemisahan fungsi dan perbedaan kepentingan antara *principal* dan *agent*. Adanya pemisahan fungsi antara kepemilikan dan pengendalian dalam perusahaan akan menimbulkan adanya konflik kepentingan. Oleh karena itu, dibutuhkan suatu mekanisme untuk meminimalisasi terjadinya konflik tersebut, diantaranya dengan struktur kepemilikan. Pada perusahaan-perusahaan di Indonesia yang umumnya memiliki pemegang saham mayoritas, mekanisme kepemilikan institusional dipercaya dapat mengurangi konflik tersebut melalui *monitoring* kinerja manajemen secara efektif agar sesuai dengan keinginan perusahaan sehingga tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaannya bisa tercapai. Kepemilikan institusional yang tinggi akan mengurangi tindakan oportunistik manajer, mengurangi tingkat kekuasaan manajer dan mengurangi masalah agensi dalam perusahaan. Kepemilikan institusional menjadikan fungsi pengawasan berjalan secara efektif dan menjadikan manajer semakin berhati-hati dalam menetapkan kebijakan keuangan perusahaan.

Implementasi keputusan keuangan juga terbukti mampu mempengaruhi citra atau penilaian investor atau pasar terhadap nilai perusahaan, sehingga jika diimplementasikan

dengan tepat maka akan mampu memperkuat hubungan antara kepemilikan oleh institusional terhadap peningkatan nilai perusahaan, karena keputusan keuangan bisa menjadi mekanisme transmisi antara kepemilikan saham dan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi keputusan investasi tidak bisa memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Tingkat investasi yang tinggi mengindikasikan bahwa harga saham perusahaan juga tinggi. Kondisi ini ternyata tidak selalu diminati investor dan tidak bisa memperkuat kepercayaan investor institusional terhadap prospek perusahaan, Keputusan pendanaan dengan utang yang semakin tinggi, diharapkan akan membatasi pemakaian *free cash flow* oleh manajemen. Selain itu, pendanaan dengan utang yang tinggi bisa dipandang oleh investor sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya. Namun ternyata kondisi tersebut dapat memperlemah hubungan antara institusional dengan nilai perusahaan, yang bisa disebabkan investor lebih memilih perusahaan dengan tingkat risiko kebangkrutan yang rendah. Sedangkan kebijakan dividen yang dapat menjadi sinyal yang positif terhadap prospek perusahaan di mata investor, dalam penelitian ini ternyata tidak memberikan dampak apa-apa terhadap hubungan antara institusional dan nilai perusahaan. Mungkin disebabkan dalam perusahaan, yang mayoritas kepemilikan saham oleh institusional, tidak lagi menekankan pada pembagian dividen yang tinggi namun lebih kepada *capital gains*.

Hasil analisis penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu pertimbangan dalam pengambilan keputusan terutama dalam hal memaksimalkan kinerja perusahaan dan kemakmuran pemegang saham yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Bagi investor dan calon investor, hasil analisis penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai masukan dalam melakukan analisis dan pengambilan keputusan investasi. Bagi akademisi, hasil analisis penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan dalam mengembangkan teori keputusan keuangan serta dapat dijadikan bahan acuan bagi penelitian selanjutnya. Bagi regulator, hasil analisis penelitian ini diharapkan dapat menjadi pertimbangan dalam membuat kebijakan-kebijakan yang akan melindungi investor atau pemegang saham publik.

KESIMPULAN

Kesimpulan

Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Studi ini dilakukan pada perusahaan yang terdaftar dalam indeks Kompas-10 BEI selama periode 2008-2012. Kepemilikan institusional diukur dengan proksi jumlah kepemilikan saham oleh investor institusional terhadap total jumlah saham yang beredar. Keputusan investasi diukur dengan PER, keputusan pendanaan diukur dengan DER dan kebijakan dividen diukur dengan DPR.

Berdasarkan hasil analisis menggunakan *moderated regression analysis* (MRA) dan pembahasan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan saham institusional maka akan semakin meningkatkan nilai perusahaan. Hasil tersebut telah membuktikan bahwa meningkatkan kepemilikan institusional akan menjadikan fungsi pengawasan berjalan secara efektif. Pengawasan yang optimal akan membuat manajer semakin berhati-hati dalam mengelola dan mengambil kebijakan perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pengawasan yang baik akan diminati investor sehingga akan berpengaruh pada kenaikan harga sahamnya.

Hasil penelitian selanjutnya menyatakan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen juga berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi yang tercermin dalam PER yang tinggi mengindikasikan kesehatan dan pertumbuhan suatu perusahaan. Sehingga investor menilai bahwa perusahaan tersebut mampu memaksimalkan kemampuannya untuk menghasilkan laba yang optimal melalui investasi-investasinya. Keputusan pendanaan khususnya dengan utang yang tinggi juga berimplikasi pada peningkatan nilai perusahaan. Hasil tersebut menguatkan asumsi bahwa peningkatan utang dapat diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, sehingga akan direspon secara positif oleh pasar (investor). Utang yang tinggi juga akan menghasilkan efek *tax deductible* atau akan mengurangi pajak penghasilan yang berarti akan meningkatkan laba perusahaan, sehingga peningkatan laba tersebut bisa digunakan untuk berinvestasi atau membagikan dalam bentuk dividen, tentunya peluang ini juga menarik perhatian investor. Kebijakan dividen juga turut menyumbang dalam peningkatan nilai perusahaan, hal tersebut disebabkan karena ada investor yang sangat menyukai berinvestasi pada perusahaan yang membagi dividen secara konsisten atau dividen yang tinggi, selain itu pembagian dividen mengindikasikan membaiknya kinerja suatu perusahaan.

Hasil lain dari penelitian ini mengungkapkan bahwa interaksi antara kepemilikan institusional dengan keputusan investasi berpengaruh secara negatif terhadap nilai perusahaan. Umumnya, tingkat investasi yang tinggi mengindikasikan bahwa harga saham perusahaan juga tinggi dan tidak semua investor meminati saham yang tinggi karena ada risiko tidak likuid. Sehingga kondisi tersebut memperlemah kepercayaan investor institusional terhadap prospek perusahaan kedepan. Interaksi antara kepemilikan institusional dengan keputusan pendanaan berpengaruh secara negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil tersebut dapat diartikan jika mayoritas investor lebih menyukai perusahaan dengan risiko kebangkrutan yang rendah, karena semakin besar tingkat utang maka semakin besar kemungkinan terjadinya perusahaan tidak mampu membayar kewajiban. Sedangkan interaksi antara kebijakan dividen dengan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan tidak berpengaruh signifikan. Ketiga variabel moderasi dalam penelitian ini tidak berhasil memoderasi atau menguatkan hubungan antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan, meskipun secara langsung, ketiga keputusan keuangan tersebut mempunyai pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

Saran-saran

1. Kepemilikan institusional, keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen dan interaksinya secara langsung mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap nilai perusahaan, sehingga ini merupakan sinyal bagi para investor dan calon investor untuk

- membeli atau melepas saham pada perusahaan yang bersangkutan, dengan memperhitungkan secara tepat *risk* dan *return*-nya.
2. Kepemilikan saham dalam perusahaan yang dimiliki oleh pihak internal, pihak eksternal, *debtholder* maupun *bondholder* juga perlu untuk diperhatikan oleh para investor dan manajemen perusahaan, karena kepemilikan saham dapat mempengaruhi besar kecilnya biaya keagenan yang timbul.
 3. Kinerja dan Nilai perusahaan *go public* sangat dipengaruhi oleh adanya kontrak agensi beserta masalah dan biaya yang ditimbulkannya akibat perbedaan kepentingan antara *agent* dan *principals*. Penelitian selanjutnya dapat meneliti lebih detail dan luas lagi tentang pengaruh pihak-pihak yang berkepentingan tersebut terhadap optimalisasi nilai perusahaan.
 4. Penelitian selanjutnya perlu dilakukan karena hasil penelitian ini menunjukkan bahwa masih terdapat faktor-faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan dan tidak dimasukkan dalam model penelitian. Selain itu, jumlah sampel yang digunakan hanya 17 perusahaan sehingga kurang representatif untuk menggeneralisir nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Indonesia. Penelitian lebih lanjut tentang faktor – faktor lain yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan dapat dilakukan dengan meningkatkan sampel penelitian, menambah atau menggunakan populasi yang berbeda, menambah variabel pendukung dan menggunakan model uji yang berbeda.

Keterbatasan Penelitian

Beberapa hal yang menjadi keterbatasan dalam penelitian ini dan perlu diperhatikan oleh peneliti selanjutnya yaitu sebagai berikut :

1. Variabel kepemilikan institusional dalam penelitian ini hanya berdasarkan pada total persentase kepemilikan saham oleh pihak institusional saja, tanpa mengelompokkan antara kepemilikan institusional asing dan dalam negeri atau kepemilikan saham mayoritas dan kepemilikan saham minoritas, karena tidak semua perusahaan mencantumkan dengan rinci jumlah kepemilikan sahamnya berdasarkan pengelompokkan tersebut. Hal tersebut diperlukan untuk mengetahui lebih spesifik tentang perilaku dan kinerja investor institusional berdasarkan besaran kepemilikan sahamnya.
2. Perusahaan sampel dalam penelitian ini hanya mewakili perusahaan yang masuk dalam kriteria indeks kompas-100, sehingga hasil dan kesimpulan dapat berbeda dengan objek kriteria atau populasi lain yang lebih luas. Selain itu, sampel yang digunakan tidak dikelompokkan lebih spesifik berdasarkan sektor industrinya.
3. Koefisien determinasi yang lumayan rendah menunjukkan bahwa ,masih banyak faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan selain kepemilikan institusional, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Adi, Wakhid Sulistio. 2008. *Pengaruh Mekanisme Corporate Governance terhadap Agency Cost pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Tesis S2. Surakarta : Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- Afzal, Arie dan Rohman, Abdul. 2012. *Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan*. Diponegoro Journal of Accounting. Vol 1 No 2 Tahun 2012.
- Agrawal, A. dan Mandelker G. 1987. *Managerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decisions*. Journal of Finance, 42: 823-839.

- Anthony, Robert, N. dan Vijay Govindarajan. 2003. *Management Control System*. Jakarta : Salemba Empat.
- Astika, Ida Bagus Putra. 2009. Hubungan Keagenan dan Hukum Besi dalam Manajemen Laba. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 4 (2) : 200-213.
- Bathala, Chenchuraimah T., Kenneth P. Moon, and Ramesh P. Rao. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Onstitutional Hodings: An Agency Perspective. *Financial Management*. 23 (3) :38-50.
- Belkoui, Ahmed Riahi. 2000. *Accounting theory*. 4th Edition. Thomson Learning.
- Brigham & Weston. 1998. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F. dan I.C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition. New York: The Dryden Press.
- Brush, T.H., P. Bromiley, and M. Hendrick, 2000. The Free Cash Flows Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 21, No. 4, April, pp 455-472.
- Chen, Chun. H. dan Steiner. 1999. Manajerial Ownership and Agency Conflict : A nonlinier Simultaneous Equation Analysis of Manajerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review*. 34 : 119-137.
- Crutchley, C. dan R. Hansen. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Financial Management*, 18: 36-76.
- Darmawati, 2009. Hubungan Corporate Governance dan kinerja Perusahaan. *The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG)*.
- Darminto. 2010. Pengaruh Faktor Eksternal dan Berbagai Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen*. 8 (1) : 138-150.
- De Angelo, H. dan R. Masulis. 1980. Leverage, and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation. *Journal of Finance*. 35: 453-464.
- Demsetz, Harold, and Kenneth Lehn, 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6, December, pp 1155-1177.
- Diana, Devi Nurvida Avri dan Irianto, Gugus. 2008. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Sebaran Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Ditinjau dari Teori Keagenan. *Emisi* Vol.1, No.1:1-16.
- Eisenhardt, Kathleem. 1989. Agency Theory: An Assesment and Review. *Academy of management Review*. 14 : 57-74.
- Elqorni, Ahmad. 2009. Mengenal Teori Keagenan.(online).<http://elqorni.wordpress.com>.
- Fama, Eugene. dan French, Kenneth. 2002. Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*. 15 : 1-37.
- Ghozali, Imam. 2001. *SPSS statistik Komputer Pengolahan Data*. Semarang : Diponegoro.

- Gitosudarmo, Indriyo dan Basri. 2002. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : BPFE.
- Gunarsih, Tri. 2003. *Struktur Kepemilikan Sebagai Salah Satu Mekanisme Corporate Governance*, kompak nomor 8
- Hartono, Jogyanto dan Bambang Riyanto. 1997. The Effect of Asimetrical Information and Risk Attitude on Incentive Schemes: A Contingency Approach. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Indonesia*, 12.
- Hasnawati, Sri. 2005. Dampak Set Peluang Investasi terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Journal Accounting and Auditing Indonesia*. 27 (2) : 117-126
- Herawaty, Vinola. 2008. *Peran Praktek Corporate Governance Sebagai Moderating Variabel Dari Pengaruh Earnings Management Terhadap Nilai Perusahaan*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan No.10
- Herry dan Hamin, 2005. Tingkat Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan: Bukti Empiris pada Perusahaan Publik di Indonesia, Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia (ISEI) Cabang Surabaya. *Simposium Riset Ekonomi II*, Surabaya, 23-24 November, h 1-16.
- Husnan, Suad. 2000. *Manajemen Keuangan dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Yogyakarta : BPFE.
- Indahningrum, Rizka Putri dan Handayani, Ratih. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan AKuntansi*. 11 (3) hal 189-207.
- Indriantoro, N dan B. Supomo. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*, Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE.
- Irfan, Ali. 2002. Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi. *Lintasan Ekonomi*. 19 (2).
- Jensen, C. Michael. 2001. Value Maximization, Stakeholders Theory, and The Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3) : 1-21.
- Jensen, Michael C. dan W. H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jogyanto. 1998. *Teori Portopolio dan Analisis Investasi*. Edisi I cetakan 1. Yogyakarta: BPFE.
- Juniarti, 2009. Pengaruh Corporate Governance, Voluntary Disclosure terhadap Biaya Hutang (Costs of Debt). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 11 (2).
- Keown.et.al. 2004. *Manajemen Keuangan : Prinsip-Prinsip dan Aplikasi*. Edisi 9, Indeks. Jakarta
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei (1999). "Corporate Ownership Around the World." *Journal of Finance*. Vol. 54, No. 2: 471-517
- Lee, C.M.C., 1999. Accounting-based Valuation: Impact on Business Practices and Research.

- Accounting Horizons* 13, pp 413-425.
- Lemons, Michael L dan Karl V., Lins. 2003. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value. *Journal of Finance*. 8 : 1445-1468.
- Machfoedz, Mas'ud dan Suranta, Eddy. 2003. "Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi". Simposium Nasional Akuntansi VI. Surabaya.
- Mehran, H. 1992. .Executives Incentives Plans, Corporate Control, and Capital Structure.. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 21 : 131-144.
- Miftah, Afriza. 2008. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Utang pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Thesis*. Surakarta : Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- Pizarro, V., S. Mahenthiran, D. Cademamartori, and C. Roberto, 2006. The Influence of Insiders and Institutional Owners on the Value, Transparency, and Earnings Quality of Chilean Listed Firms. *Editorial Manager (tm) for Contemporary Accounting Research Manuscript Draft*, pp1-33.
- Putri, I.F. dan Nasir, Mohammad. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi IX*.
- Rachmawati, Andri dan Triatmoko, Hanung (2007). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *SNA X Makassar*. Hal 1-26.
- Ratnawati, Kusuma. 2001. Analisis Perbedaan Struktur Modal dan faktor Intern, Faktor ekstern, Perusahaan Industri PMA dan PMDN di BEJ. *Disertasi*. Surabaya : Universitas Airlangga.
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 8.
- Sawir, Agnes. 2004. Kebijakan Pendanaan dan Rekstrukturisasi Perusahaan. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama
- Salvatore, Dominick. 2005. Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global. Jakarta : Salemba Empat.
- Setiawati, Lilis. 2001. Rekayasa AkruaI untuk Meminimalkan Pajak. *Simposium Nasional Akuntansi V*.
- Shleifer, A dan R.W. Vishny. 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*. 94 : 461-488.
- Smith JR. C.W., dan R. L. Watts. 1992. The Investement Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 13 : 187-221
- Sofyaningsih, Sri dan Hardiningsih, Pancawati. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan. Semarang : Dinamika Keuangan dan Perbankan. Vol III No 1 Mei 2011.

- Soliha, E dan Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, STIE Stikubank Semarang. 1-18.
- Subaweh, Imam. 2008. Agency Theory dalam Pemerintahan Daerah. (Online). (<http://nustaffsite.gunadarma.ac.id>).
- Sujoko dan Soebiantoro, Ugy. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9 (1) : 41-48.
- Sukartha, I Made. 2007. Pengaruh Manajemen Laba, dan Kepemilikan Manajerial pada Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target Akuisisi. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 10 (3) : 243-267.
- Suranta, Eddy dan Masud, Machfoedz. 2003. Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi, dan Ukuran Dewan Direksi. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. 214-226.
- Tandelilin, E dan Wilberforce, T. 2002 . Can Debt and Dividen Policies Subtitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?. *Gadjah Mada International Journal Of Business*. 14 (1) : 3-43.
- Ujiyantho, Muh., Arief. 2007. Mekasnisme Corporate Governance Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan (studi pada perusahaan go publik Sektor manufaktur. *Journal Simposium Nasional Akuntansi X Makassar*.
- Wahidahwati. 2001. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Simposium Akuntansi Nasional IV*. 1084-1107.
- Wahyudi, Untung dan Pawestri, Hartini Prasetyaning. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi IX Padang*.
- Watts, R. L. dan Zimmerman, J. L. 1990. Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 60 (1): 131-156
- Widanaputra, A.A.G.P. 2007. Pengaruh Konflik Antara Pemegang Saham dan Manajemen Mengenai Kebijakan Dividen Terhadap Konservatisme Akuntansi. Disertasi Program Doktor Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Wijaya, Lihan Rini P dan Wibawa, Bandi Anas (2010). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto*.
- Wijayanto, Anis. 2007. *Pengaruh Asimetri Informasi terhadap Hubungan antara Penerapan Sistem Perdagangan Dua Wijayanto. Bursa Efek Jakarta dan Indikasi Manajemen Laba pada Perusahaan Perbankan. Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 9 (2).
- Wirawati, Putu Gusto Ni, 2008, *Pengaruh Faktor fundamental Perusahaan terhadap Price to Book Value dalam Penilaian Saham di Bursa Efek Jakarta dalam Kondisi Krisis Moneter*, Buletin Studi Ekonomi.Vol.13 No.1

