

## Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Nilai Perusahaan Dengan *Corporate Social Responsibility* Sebagai Pemoderasi

Ida Bagus Putu Rudy Hartana<sup>1</sup>  
Nyoman Wijana Asmara Putra<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia  
e-mail: rudyhartana52@gmail.com telp: +62 85 847 302 089

<sup>2</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

### ABSTRAK

Meningkatkan nilai perusahaan merupakan tujuan utama perusahaan. Didalam usaha tersebut akan muncul konflik agensi yang mengakibatkan biaya agensi. Biaya agensi dapat diminimalisir dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham oleh institusional, karena adanya control juga kepentingan yang sama oleh masing-masing pemilik saham. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan *Corporate Social Responsibility* dengan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada nilai perusahaan. Populasi penelitian ini adalah 138 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013-2015, dengan jumlah sampel yang digunakan adalah 28 perusahaan. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa data *annual report* yang diunduh dari website BEI ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)). Teknik analisis yang digunakan adalah *Moderated Regression Analysis* (MRA). Penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. *Corporate Social Responsibility* sebagai variabel pemoderasi mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan tetapi tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

**Kata Kunci:** CSR, nilai perusahaan, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional

### ABSTRACT

*Increasing company value is the company's main goal. In such an effort an agency conflict will arise resulting in agency costs. Agency costs can be minimized by the ownership of shares by management and institutional ownership of shares, due to the same controls and interests of each shareholder. This study aims to find out the hubungan Corporate Social Responsibility with managerial ownership and institutional ownership on the value of the company. The population of this study is 138 manufacturing companies listed on the BEI in 2013-2015, with the number of samples used are 28 companies. The data used in this study is secondary data in the form of annual report data downloaded from the website of BEI ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)). The analysis technique used is Moderated Regression Analysis (MRA). The study found that managerial ownership and institutional ownership have no positive effect on firm value. Corporate Social Responsibility as a moderating variable is able to moderate the effect of managerial ownership on corporate value but is unable to moderate the influence of institutional ownership on corporate value.*

**Keywords:** CSR, corporate value, managerial ownership, institutional ownership

## PENDAHULUAN

Sebuah perusahaan yang baik harus memiliki tujuan yang jelas dalam menjalankan usahanya. Tujuan perusahaan merupakan sesuatu yang akan dicapai atau yang dihasilkan oleh perusahaan yang bersangkutan. Salah satu tujuan perusahaan *go public* atau perusahaan yang tidak *go public* adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apa bila perusahaan tersebut dijual (Brigham, 2007:11). Untuk menjaga eksistensi perusahaan tersebut, dalam jangka panjang perusahaan yang harus mampu mengontrol potensi finansial maupun potensi non finansial dalam meningkatkan nilai perusahaan (Agustina, 2013).

(Martono dan Harjito, 2011:13) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti utang, waran, maupun saham preferen. Penyatuan kepentingan pemegang saham, *debt holders*, dan manajemen yang sebagian besar merupakan pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan sering kali menimbulkan masalah-masalah (*agency problem*). Menurut (Weston dan Brigham 1998) masalah agensi dapat terlihat dalam hubungan pemegang saham dengan manajer dan kreditor dengan manajer. (Jensen dan Meckling 1976) mempergunakan kerangka keagenan untuk membuat suatu analisis yang positif mengenai akibat-akibat dari konflik kepentingan antara *shareholder* (pemegang saham) dan manajer, atas keputusan-keputusan investasi dan pendanaan yang diambil perusahaan.

Menurut (Jensen dan Meckling, 1976) adanya konflik keagenan akan menimbulkan biaya agensi, biaya tersebut merupakan biaya yang digunakan untuk memonitor perilaku agen dan biaya yang dikeluarkan untuk menjamin bahwa agen tidak bertindak merugikan *principal*. Ada beberapa alternatif untuk meminimalkan biaya tersebut, di antaranya dengan adanya kepemilikan saham oleh institusional dan kepemilikan saham oleh manajemen (Tendi Haruman, 2008). Menurut (Sugiarto, 2009: 59) struktur kepemilikan merupakan perbandingan jumlah saham yang dimiliki orang dalam (*insider*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor. Dalam struktur kepemilikan, pemegang saham oleh institusi atau yang disebut sebagai kepemilikan institusional, umumnya merupakan pihak yang bertindak sebagai orang yang memonitor perusahaan.

(Bathala, et.al 1994) menemukan adanya pengaruh yang positif antara kepemilikan institusional pada nilai perusahaan, di mana keterlibatan pihak institusional akan berfungsi sebagai pemantau yang efektif dan cukup membantu dalam menurunkan biaya-biaya keagenan yang secara tidak langsung akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini diperkuat oleh (Adnantara, 2013) dan (Alfaraih *et al.*, 2012) dalam penelitiannya mendapatkan hasil kepemilikan institusional berpengaruh pada nilai perusahaan perusahaan. Penelitian ini sejalan dengan (Uwuigbe dan Olusanmi, 2012), menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan di Nigeria. *Agency cost* dipercaya akan dapat ditekan melalui peningkatan kepemilikan institusional dalam perusahaan. Tingginya kepemilikan institusional, maka akan mengakibatkan

efektifnya pengawasan pemegang saham pada perusahaan yang akhirnya mengurangi *agency cost* dan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian yang tidak sama dilihat dari penelitian (Puja Wijaya, 2014) yaitu kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh penelitian (Welim, 2014) memperoleh temuan bahwa tidak terdapat hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian (Sinarmayarani, 2016) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan nilai perusahaan.

Pihak pemegang saham dalam tugasnya sebagai *principal*, akan melimpahkan tugas untuk mengelola perusahaan pada manajer sebagai pihak agen yang nantinya diharapkan manajer akan bertindak atas nama pemilik untuk mencapai tujuan perusahaan. Namun dalam praktiknya, pihak manajemen lebih cenderung bertindak untuk kepentingan pribadi dan hal tersebut mengakibatkan terciptanya konflik agensi (Damayanti, 2014). Konflik antara pemilik perusahaan dan manajer yang sering terjadi pada perusahaan dapat diminimalkan dengan cara menyejajarkan kepentingan pemilik perusahaan dengan manajer. Menurut teori keagenan, konflik antara *principal* dan agen dapat dikurangi dengan menyejajarkan kepentingan antara *principal* dan agen. Kehadiran kepemilikan saham oleh manajerial (*insider ownership*) dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* yang berpotensi timbul, karena dengan memiliki saham

perusahaan diharapkan manajer merasakan langsung manfaat dari setiap keputusan yang diambilnya.

(Rachman, 2012) menyatakan bahwa meningkatnya kepemilikan manajerial akan berdampak positif pada nilai perusahaan karena dengan bertambahnya kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan maka kontrol pada aktivitas manajemen akan meningkat, sehingga setiap aktivitas dan keputusan perusahaan akan maksimal. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian (Nurania, 2012) di mana pengaruh kepemilikan *insider* (manajemen) berpengaruh positif pada nilai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Temuan tersebut diperkuat oleh penelitian (Juhadi, 2013) yang menemukan bahwa variabel kepemilikan manajerial juga berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Hasil yang tidak konsisten ditunjukkan oleh beberapa penelitian lainnya terkait penelitian kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan tersebut. (Reyna, 2012) dengan 83 perusahaan yang terdaftar Meksiko selama periode 2005-2011 menemukan adanya pengaruh negatif kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena struktur kepemilikan memainkan peran ganda pada kinerja (kenaikan atau penurunan nilai perusahaan) yang memiliki proyek-proyek investasi yang menguntungkan. Penelitian tersebut memperoleh hasil kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada nilai perusahaan secara langsung. Penelitian lainnya (Welim, 2014) menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh negatif secara parsial terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Penelitian lainnya (Rahmawati,

2015) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional merupakan salah satu cara dalam meminimalkan konflik agensi. (Verrecchia, 1983) menyatakan dari sudut pandang ekonomi, perusahaan akan mengungkapkan suatu informasi jika informasi tersebut akan meningkatkan nilai perusahaan, dalam penelitian tersebut juga menunjukkan untuk alasan strategi manajemen melakukan pelaporan tanggung jawab sosial dalam meningkatkan nilai perusahaannya. Perusahaan yang menerapkan tanggung jawab sosial atau *corporate social responsibility* (CSR) berharap akan memperoleh legitimasi sosial dan akan memaksimalkan nilai perusahaan. *Corporate social responsibility* (CSR) atau tanggung jawab sosial dalam hal ini diharapkan akan mendapat sikap positif dari para investor atau pun kreditor yang nantinya secara tidak langsung akan meningkatkan nilai perusahaan.

Efek tanggung jawab sosial perusahaan perlu dipahami agar membantu para investor lainnya dalam menyimpulkan perusahaan mana yang lebih baik dan memiliki laporan keuangan yang mencerminkan kinerja manajemen sesungguhnya (Purwaningsih, 2014). Tanggung jawab sosial perusahaan atau *corporate social responsibility* menjadi hal yang penting bagi para pelaku bisnis di seluruh dunia, karena di dalamnya menyangkut semua kegiatan perusahaan serta hubungan mereka dengan para pemangku kepentingan (Fiori et al., 2007). Pentingnya *corporate social responsibility* telah diatur dalam Undang-Undang No. 25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal dan Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Dapat dilihat bahwa *corporate social*

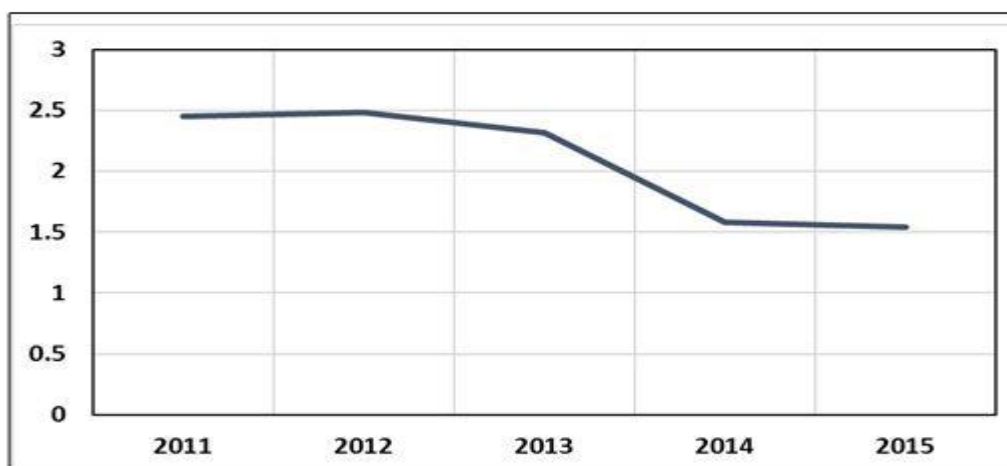
*responsibility* merupakan aksi yang muncul sebagai lanjutan dari tindakan sosial, melebihi kepentingan perusahaan dan yang diwajibkan oleh hukum.

Penelitian sebelumnya, mengenai *corporate social responsibility* dengan nilai perusahaan (Hackston dan Mile, 1996) menemukan hasil bahwa CSR berpengaruh pada nilai perusahaan. Penelitian lainnya (Adnantara, 2013) juga menyatakan bahwa pengungkapan CSR berpengaruh pada nilai perusahaan. Hasil yang sama ditunjukkan (Latupono, 2015) menyatakan dalam penelitiannya bahwa *corporate social responsibility* memiliki pengaruh secara signifikan pada nilai perusahaan. Oleh karena itu, *corporate social responsibility* (CSR) ditambahkan sebagai variabel pemoderasi yang diduga mampu memengaruhi hubungan antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan.

Beberapa permasalahan dan kasus terkait CSR yang melibatkan perusahaan manufaktur di Indonesia. Dilihat pada Bisnis.com, Jakarta - Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan menyatakan penurunan ketaatan sektor manufaktur dalam pengelolaan lingkungan dalam aktivitas industrinya dipengaruhi oleh aspek terkait pengendalian pencemaran air. Direktur Jenderal Pengendalian Pencemaran dan Kerusakan Lingkungan Kementerian Lingkungan Hidup dan Kehutanan M.R. Karliansyah mengatakan penyebab dominan ketidaktaatan industri manufaktur berkaitan aspek pencemaran air turun menjadi 34%, diikuti oleh aspek pengelolaan limbah 30%, dan aspek pengendalian pencemaran udara 18%. Menurutnya, tahun lalu ketaatan sektor manufaktur termasuk prasarana dan jasa sebesar 64%, tetapi tahun ini malah mengalami kemerosotan. Aspek pengendalian pencemaran air sendiri, tidak memiliki izin

pembuangan kualitas air limbah, tidak melaporkan pemantauan kualitas air limbah, tidak memantau parameter lengkap, pemantauan kualitas air limbah melebihi baku mutu air limbah, serta ketentuan teknis tidak sesuai aturan.

Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur memiliki andil yang cukup besar dalam permasalahan lingkungan dan sosial yang terjadi. Sektor manufaktur ini merupakan sektor yang paling aktif dalam memperdagangkan sahamnya pada pasar modal dan pertumbuhan sektor ini terus meningkat di Indonesia (Nurul, 2016). Sebagian besar investor Indonesia ikut terlibat di dalam perusahaan manufaktur, akan tetapi terjadi penurunan nilai perusahaan pada beberapa tahun terakhir. Dilihat dari Gambar 1. nilai perusahaan yang dihitung menggunakan *tobins`q* pada tahun 2011-2015 terjadi penurunan nilai perusahaan yang cukup signifikan terjadi pada tahun 2013-2015.



**Gambar 1. Grafik Nilai Perusahaan Manufaktur Tahun 2011-2015 Diukur dengan *Tobins`q***

Sumber : data sekunder IDX, data diolah 2017

Penurunan tersebut dapat ditunjukkan melalui rasio *tobins`q* yang diawali dari tahun 2011 sebesar (2,45), pada tahun 2012 kemudian naik menjadi (2,48), di



tahun 2013 menurun sebesar 0,16 poin menjadi (2,32), di tahun 2014 terjadi penurunan drastis nilai perusahaan manufaktur pada tahun tersebut menjadi (1,58) dapat dikatakan penurunan nilai perusahaan hampir mencapai 1 poin, dan penurunan nilai perusahaan terjadi lagi di tahun 2015 menjadi sebesar 0,03 poin menjadi 1,54. Rasio tersebut dijelaskan jika memiliki nilai lebih dari 1 (satu) berarti perusahaan akan menghasilkan *rate of return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai yang dikeluarkan oleh biaya aktiva. Sebaliknya jika nilai kurang dari 1 (satu) maka perusahaan akan menghasilkan *rate of return* yang lebih kecil dibandingkan nilai yang dikeluarkan oleh biaya aktiva. Dilihat dari data tersebut, peneliti ingin mengetahui apakah penyebab penurunan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terjadi pada tahun 2013-2015.

Berdasarkan dari latar belakang di atas, maka rumusan masalah dapat disusun sebagai berikut: 1) Apakah kepemilikan manajerial memengaruhi nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015? 2) Apakah kepemilikan institusional memengaruhi nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015? 3) Apakah *corporate social responsibility* memengaruhi hubungan kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015? 4) Apakah *corporate social responsibility* memengaruhi hubungan kepemilikan institusional pada nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015?

Tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini disusun sebagai berikut:

- 1) Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia 2013-2015.
- 2) Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional pada nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia 2013-2015.
- 3) Untuk mengetahui pengaruh *corporate social responsibility* terhadap hubungan kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia 2013-2015.
- 4) Untuk mengetahui pengaruh *corporate social responsibility* terhadap hubungan kepemilikan institusional pada nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia 2013-2015.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kegunaan baik secara teoretis maupun praktis sebagai berikut: 1) Kegunaan teoritis, penelitian ini diharapkan akan menambahkan pengetahuan, wawasan, dan memberikan bukti empiris mengenai teori yang menyatakan pengaruh dari CSR terhadap kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada nilai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. 2) Kegunaan praktis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi bagi pihak-pihak yang berkepentingan dalam organisasi dan di luar organisasi sebagai bahan pertimbangan terhadap organisasi mengenai pengaruh dari CSR terhadap kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada nilai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Perusahaan dalam rangka untuk meningkatkan motivasi kinerja dari manajerial akan menerapkan strategi atau kebijakan kepemilikan manajerial.

Beberapa penelitian telah dilakukan terkait hubungan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan di antaranya (Bathala, *et al.*, 1994) dalam penelitiannya menyatakan peningkatan kepemilikan saham oleh manajer dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan. Kepemilikan manajerial dalam saham perusahaan dimaksudkan agar manajerial meningkatkan kinerja yang dilakukannya. Hal ini searah dengan penelitian yang dilakukan (Rachman, 2012) menyatakan bahwa meningkatnya kepemilikan manajerial akan berdampak positif pada nilai perusahaan karena dengan bertambahnya kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan maka kontrol pada aktivitas manajemen akan meningkat, sehingga setiap aktivitas dan keputusan perusahaan akan maksimal. Penelitian lainnya (Ningsih, 2013) menemukan bahwa secara parsial kepemilikan manajerial memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan kajian hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

(Barclay dan Holderness, 1990) menyatakan dalam penelitiannya nilai perusahaan dipengaruhi oleh tingkat kepemilikan institusional. Hasil penelitian lain (Nuraina 2012) menyatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan salah satu alat yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency conflict*. Hasil penelitian lainnya (Adnantara, 2013) juga menunjukkan bahwa kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Meningkatnya kepemilikan institusi dapat menarik minat investor untuk melakukan investasi kepada perusahaan tersebut, Karena mereka berspekulasi

bahwa dana yang mereka tanam akan berkembang dengan cepat. Berdasarkan landasan teori dan hasil tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H<sub>2</sub> : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial dimaksudkan untuk memungkinkan manajer ikut serta dalam pengambilan keputusan dalam perusahaan. Manajer yang memiliki saham dalam perusahaan akan dianggap tidak hanya sebagai pihak eksternal yang hanya digaji demi kepentingan pihak *shareholder* (pemegang saham) akan tetapi juga sebagai pihak yang memiliki kesejajaran dengan pihak *shareholder*. Semakin besar kepemilikan manajer di dalam perusahaan, manajer perusahaan akan semakin banyak mengungkapkan informasi sosial dari kegiatan-kegiatan yang telah dilakukan di dalam program *corporate social responsibility* (Putri, 2013).

CSR memberikan efek pada perusahaan agar dilihat memiliki kinerja keuangan yang baik (Arsoy et al., 2012). Manajemen melakukan pelaporan tanggung jawab sosial adalah untuk alasan strategis, penerapan *corporate social responsibility* (CSR) diharapkan memperoleh legitimasi sosial dan akan memaksimalkan ukuran keuangan hal ini sama dengan teori sinyal yang menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. (Adnantara, 2013) menyatakan bahwa pengungkapan CSR berpengaruh pada nilai perusahaan. Penelitian tersebut sejalan dengan (Latupono, 2015) yang juga memperoleh hasil *corporate social responsibility* memiliki pengaruh secara signifikan pada nilai perusahaan. Penelitian lainnya (Ayu Ratih, 2015) menyatakan bahwa *corporate social*

*responsibility* mampu memoderasi kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan, dari penelitian-penelitian tersebut dapat dilihat bahwa pengungkapan tanggung jawab sosial atau CSR dapat memengaruhi hubungan kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan. Berdasarkan landasan teori dan hasil tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H<sub>3</sub> : *Corporate social responsibility* memoderasi kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan.

Penelitian (Bathala, et.al, 1994) menemukan adanya pengaruh yang positif antara kepemilikan institusional pada nilai perusahaan, di mana keterlibatan pihak institusional akan berfungsi sebagai pemantau yang efektif dan cukup membantu dalam menurunkan biaya-biaya keagenan yang secara tidak langsung akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini diperkuat oleh penelitian (Adnantara, 2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif pada nilai perusahaan perusahaan. Kepemilikan institusional dapat lebih efisien memanfaatkan aktiva perusahaan dan diharapkan juga dapat bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan dapat mengurangi perilaku *opportunistic* manajer yang nantinya dapat mengurangi *agency cost* yang diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pengelolaan CSR yang benar akan dapat meningkatkan reputasi perusahaan yang merupakan kunci untuk menarik investor, mempertahankan legitimasi sosial perusahaan, dan memotivasi karyawan, disisi lain juga akan meningkatkan nilai merek dan reputasi perusahaan di mata investor. (Adnantara, 2013) menyatakan bahwa pengungkapan CSR berpengaruh pada nilai perusahaan.

Hasil yang sama ditunjukkan (Latupono, 2015) menyatakan dalam penelitiannya bahwa *corporate social responsibility* memiliki pengaruh secara signifikan pada nilai perusahaan. Perusahaan yang menerapkan *corporate social responsibility* dalam hal ini mengharapkan sikap positif dari para investor atau pun kreditor yang nantinya secara tidak langsung akan meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan landasan teori dan hasil tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H<sub>4</sub> : *Corporate social responsibility* memoderasi kepemilikan institusional pada nilai perusahaan.

#### **METODE PENELITIAN**

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif dengan desain penelitian asosiatif. Ruang lingkup penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2013-2015, dengan mengakses situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Obyek penelitian dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, nilai perusahaan, dan CSR pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2013-2015.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif yakni persentase kepemilikan manajerial, persentase kepemilikan institusional, nilai perusahaan, dan CSR yang di peroleh dari *annual report*. Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder yang digunakan dalam melakukan penelitian ini adalah data *annual report* pada perusahaan manufaktur yang di *publish* di BEI pada tahun 2013-2015. Laporan *annual report* tersebut di peroleh dari *website* resmi Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)).

Populasi dalam penelitian ini adalah 138 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2013-2015. Metode penentuan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. *Purposive sampling* merupakan sampel yang ditarik sejumlah tertentu dari populasi emiten dengan menggunakan pertimbangan atau kriteria tertentu (Sugiyono, 2014:122). Kriteria untuk pemilihan sampel yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah sebagai berikut : 1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia secara berturut-turut dari tahun 2013-2015. 2) Perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan keuangan yang berakhir pada 31 Desember secara konsisten pada tahun 2013-2015. 3) Perusahaan manufaktur yang sahamnya dimiliki oleh manajerial dan institusional pada tahun 2013-2015. 4) Perusahaan manufaktur yang mengungkapkan laporan CSR pada tahun 2013-2015. 5) Perusahaan manufaktur yang mengungkapkan laporan pada tahun 2013-2015 menggunakan rupiah. Berdasarkan penjelasan tersebut, jumlah pengamatan dalam penelitian ini adalah sebanyak 28 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) berturut-turut dari tahun 2013-2015.

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan metode observasi non partisipan. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan model analisis regresi linier berganda dan *Moderated Regression Analysis* (MRA).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan teknik *non-probability sampling* dalam pemilihan sampelnya. Pengambilan sampel dengan teknik *non-probability sampling* dilakukan agar tidak memberikan peluang yang sama pada setiap anggota populasi untuk dipilih sebagai sampel penelitian. Jumlah seluruh sampel yang akan diambil ditentukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling* yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2014:79). Berdasarkan teknik tersebut maka diperoleh 28 sampel perusahaan dengan proses seleksi sampel dan jumlah seluruh sampel yang diambil dapat dijabarkan pada Tabel 1 sebagai berikut:

**Tabel 1.**  
**Proses Seleksi Sampel**

No	Populasi	Jumlah
1	Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI	138
No	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan yang tidak mengungkapkan kepemilikan manajerial	(73)
2	Perusahaan yang tidak mengungkapkan kepemilikan institusional	(17)
3	Perusahaan yang tidak mengungkapkan laporan keuangannya dengan rupiah.	(3)
<b>Data Outlier</b>		(17)
<b>Perusahaan yang terpilih sebagai sampel</b>		28
<b>Jumlah pengamatan penelitian selama 2013-2015</b>		84

Sumber: data sekunder diolah, 2017

Data *outlier* adalah kasus di mana data memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk nilai ekstrim baik untuk sebuah variabel tunggal atau variabel kombinasi. Sampel data *outlier* di keluarkan dari penelitian karena memiliki data yang tidak terdistribusi normal dibandingkan sampel lainnya. (Ghozali, 2012:41). Setelah data diuji terdapat data *outlier* sebanyak 17. Berdasarkan hasil di atas, maka



dalam penelitian ini jumlah sampel yang digunakan adalah sebanyak 28 sampel perusahaan, dengan total sampel pada tahun 2013-2015 yaitu 84 amatan.

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui dan menguji kelayakan atas model regresi yang digunakan dalam model ini. Uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji normalitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Uji normalitas digunakan untuk mengetahui persamaan regresi yang mempunyai distribusi normal atau tidak.

Berdasarkan uji asumsi klasik didapat nilai *Asymp. Sig* dari model persamaan pertama bernilai 0,200 dan model persamaan kedua bernilai 0,200 lebih besar dari taraf signifikansi 0,05. Hal tersebut menunjukkan kedua persamaan berdistribusi normal.

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidak varian dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2012:139).

Berdasarkan Uji heteroskedastisitas didapat dilihat nilai signifikansi masing-masing variabel pada model regresi lebih besar dari 0,05 sehingga dapat di simpulkan bahwa model regresi yang diunakan dalam penelitian ini telah bebas dari gejala *heterokedastsitas*.

Uji *autokorelasi* memiliki tujuan untuk menguji model regresi linier apakah ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya) (Ghozali, 2012:110).

Hasil uji *autokorelasi* menunjukkan bahwa nilai dw dari uji autokorelasi regresi berganda adalah sebesar 1,994 dan nilai dw dari uji *autokorelasi* regresi

linier berganda adalah sebesar 1,845 sedangkan nilai du adalah sebesar 1,719 maka dapat di simpulkan bahwa bebas dari auto korelasi, karena  $1,719 (du) < 1,994 (dw) < 2,155 (4-du)$  yang berarti nilai pada regresi berganda berada pada du dan 4-du.

Analisis regresi linier berganda merupakan analisis regresi linier yang digunakan untuk menguji hubungan antara dua variabel bebas (*mertik*) atau lebih (Ghozali, 2012:07). Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dalam menguji pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada nilai perusahaan. Hasil dari analisis regresi linier berganda dapat dilihat pada Tabel 2.

**Tabel 2. Hasil Regresi Linier Berganda**

Variabel	Unstandardized Coefficients		Standar Coefficients	T	Sig
	B	Std. Error			
<i>(Constant)</i>	0,915	0,094		9,720	0,00
<b>KM</b>	-0,800	0,317	-0,276	-2,520	0,014
<b>KI</b>	-0,260	0,216	0,226	-2,064	0,042
<b>R</b>					0,308
<b>R<sup>2</sup></b>					0,095
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>					0,073
<b>F Hitung</b>					4,249
<b>Sig. F</b>					0,018

Sumber : Hasil Output SPSS, 2017

Berdasarkan Tabel 2 persamaan dapat dibuat sebagai berikut:

$$Y = 0,915 - 0,800 (KM) - 0,260 (KI) + e$$

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) dapat diartikan sebagai besarnya pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai koefisien determinasi yang digunakan menunjukkan nilai 0,073. Hal ini berarti 7,3% pengaruh varians dari nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel kepemilikan manajerial dan variabel kepemilikan institusional. Sedangkan sisanya

92,7% dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak dimasukkan dalam model. Berdasarkan Tabel 1 dapat dilihat bahwa nilai *Sig. F* sebesar 0,018 lebih kecil dari 0,05 yang artinya variabel kepemilikan manajerial dan variabel kepemilikan institusional secara serempak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Analisis regresi moderasi atau *moderated regression analysis* (MRA) merupakan model regresi dengan melakukan uji interaksi antar variabel (Ghozali, 2012:30). Dalam penelitian ini digunakan analisis regresi moderasi untuk menguji pengaruh *Corporate Social Responsibility* dalam memoderasi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada nilai perusahaan yang dapat dilihat pada Tabel 3.

**Tabel 3. Hasil Regresi Moderasi**

Variabel	Unstandardized Coefficients		Standar Coefficients	T	Sig
	B	Std. Error			
(Constant)	0,823	0,232		3,545	0,001
KM	-3,89	1,159	-1,305	-3,271	0,002
KI	0,019	0,292	0,017	0,066	0,948
CSR	0,708	0,917	0,309	0,772	0,443
KM*CSR	11,381	4,240	1,072	2,684	0,009
KI*CSR	-1,505	1,192	-0,545	-1,262	0,211
R					0,308
R <sup>2</sup>					0,095
Adjusted R <sup>2</sup>					0,073
F Hitung					4,249
Sig. F					0,018

Sumber : Hasil Output SPSS, 2017

Berdasarkan Tabel 2 dapat dibuat persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 0,823 - 3,89 (KM) + 0,019 (KI) + 0,708 (CSR) + 11,381 (KM*CSR) - 1,505 (KI*CSR) + e$$

Koefisien determinasi pada model regresi dilihat dari nilai *Adjusted R<sup>2</sup>*.

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,073 yang

berate bahwa 7,3% varians nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel kepemilikan manajerial, variabel kepemilikan institusional dan CSR sebagai pemoderasi. Sedangkan sisanya 92,7% dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai *Sig. F* sebesar 0,018 lebih kecil daripada 0,05 yang memiliki arti variabel kepemilikan manajerial, variabel kepemilikan institusional, dan CSR secara serempak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan data yang dilihat pada Tabel 2, kepemilikan manajerial memiliki nilai *t* hitung sebesar -2,520 dengan tingkat signifikansi 0,014 lebih kecil dari *alpha* ( $\alpha$ ) 0,05. Hal tersebut berarti hipotesis ( $H_1$ ) yaitu, kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada nilai perusahaan di tolak, karena hasil uji *t* menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada nilai perusahaan.

Hasil ini konsisten dengan penelitian (Antari, 2013) dengan meneliti perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2005-2010 menemukan adanya pengaruh negatif kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan. Penelitian lainnya yang mendukung hasil tersebut adalah (Welim, 2014) mendukung hasil penelitian ini dengan menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh negatif secara parsial terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan saham oleh manajer dapat memudahkan jalan bagi manajer untuk mencapai kepentingan pribadi dengan status ganda manajer sebagai pengelola sekaligus pemilik perusahaan. Rendahnya kepemilikan manajerial dalam struktur pemegang saham akan menyebabkan rawan tindakan

yang lebih mementingkan kepentingan manajer dari pada kepentingan pemegang saham, hal ini berdampak pada reaksi negatif pasar yang berdampak pada menurunnya nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial yang rendah dinilai rawan tindakan manajer yang *opportunistic* dan cenderung mementingkan kepentingan sendiri dibandingkan kepentingan pemegang saham yang diluar perusahaan. Penelitian (Rahmawati, 2015) juga menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada nilai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Rendahnya kepemilikan saham oleh manajerial tersebut disebabkan kurangnya kepercayaan pasar terhadap manajer, di mana segala sesuatu yang dilakukan oleh manajer pasar akan bereaksi negatif terhadap keputusan manajer.

Kepemilikan manajerial yang lebih kecil dibandingkan dengan kepemilikan institusional hal ini juga dapat memicu terjadinya konflik keagenan karena kurangnya minat manajer dalam memenuhi kepentingan pemegang saham yang dapat menurunkan nilai perusahaan, sehingga kinerja dari manajer tidak optimal, dan belum mampu meningkatkan nilai perusahaan. Akibat lainnya kepemilikan manajerial yang rendah pada perusahaan mengakibatkan reaksi negatif pasar karena status ganda yang dimiliki manajer dan sifat *opportunistic* manajer, yang berdampak pada menurunnya nilai perusahaan.

Berdasarkan data yang terdapat pada Tabel 2, kepemilikan institusional memiliki nilai t hitung sebesar -2,064 dengan nilai signifikansi 0,042 lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti hipotesis ( $H_2$ ) yaitu, kepemilikan institusional berpengaruh positif pada nilai perusahaan tolak, karena hasil uji t menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif pada nilai perusahaan.

Hasil ini konsisten dengan penelitian (Puja Wijaya, 2014) pada penelitiannya juga menyatakan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kepemilikan institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Apabila institusi merasa tidak puas atas kinerja manajerial maka mereka akan menjual sahamnya ke pasar. Penelitian lainnya (Welim, 2014) juga menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Welim menduga bahwa pemegang saham mayoritas memiliki kecenderungan mampu mengontrol atau mengendalikan perusahaan. (Sinarmayarani, 2016) mendapatkan hasil yang sama dalam penelitiannya menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan nilai perusahaan.

Kemampuan mengontrol ini menjadikan pemegang saham mayoritas sebagai pemegang saham pengendali, sehingga pemegang saham pengendali cenderung memiliki hak kontrol. Hak kontrol tersebut dapat berperan besar dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan pemegang saham pengendali memiliki kecenderungan memperoleh manfaat privat dari kontrol dengan cara melakukan *ekspropriasi*. Institusi yang memiliki sebagian besar saham pada perusahaan akan dengan mudah dapat mengatur kebijakan yang dibuat untuk kepentingannya dan jika institusi merasa tidak puas atas kinerja perusahaan maka mereka akan menggunakan kontrol sebagai pemegang saham pengendali untuk memperoleh manfaat privat yang secara tidak langsung dapat menurunkan nilai perusahaan.

Berdasarkan data yang terdapat pada Tabel 3, dapat dilihat pengaruh *corporate social responsibility* pada kepemilikan manajerial memiliki nilai t hitung sebesar 2,684 dan tingkat signifikansi 0,009 lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan CSR dapat memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan. Hal tersebut menunjukkan hipotesis (H<sub>3</sub>) yaitu, CSR dapat memoderasi kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan diterima.

Hasil ini konsisten dengan (Ramadhani, 2012) menyatakan bahwa manajerial memengaruhi CSR pada nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui pengungkapan *corporate social responsibility* oleh perusahaan. Hal ini sesuai dengan *stakeholder* teori bahwa perusahaan bukanlah entitas yang hanya beroperasi untuk kepentingan sendiri namun harus memberikan manfaat bagi *stakeholders*. Apabila perusahaan dapat memaksimalkan manfaat yang diterima *stakeholder* maka akan timbul kepuasan bagi *stakeholder* yang akan meningkatkan nilai perusahaan. (Ayu Ratih, 2015) dalam penelitiannya mendapat hasil yang sama bahwa *corporate social responsibility* mampu memoderasi kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan. Penelitian lainnya (Fajriana, 2016) juga menyatakan bahwa *corporate social responsibility* dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh secara signifikan pada nilai perusahaan.

Pelaksanaan tanggung jawab sosial (*Corporate Social Responsibility*) oleh perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi akan menjamin nilai perusahaan tumbuh secara berkelanjutan dengan menciptakan produk baru,

penggantian mesin yang lebih efisien, pengembangan *research* dan *development*. Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi cenderung meningkatkan nilai perusahaan melalui pengungkapan *corporate social responsibility* oleh perusahaan. Hal ini sesuai dengan *stakeholder theory* bahwa perusahaan bukanlah entitas yang hanya beroperasi untuk kepentingan sendiri namun harus memberikan manfaat bagi *stakeholders*. Oleh karena itu dengan adanya kepemilikan manajerial dan penerapan CSR akan meningkatkan minat investor juga kepuasan *stakeholder* yang nantinya meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan data yang terdapat pada Tabel 3, dapat dilihat pengaruh *corporate social responsibility* pada kepemilikan institusional memiliki nilai-t sebesar -1,262 dan tingkat signifikansi 0,211 lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan CSR tidak dapat memengaruhi kepemilikan institusional pada nilai perusahaan. Hal tersebut menunjukkan hipotesis ( $H_4$ ) yaitu, CSR dapat memoderasi kepemilikan institusional pada nilai perusahaan ditolak.

Hasil ini sejalan dengan (Ardianti Fajriana, 2015) yang memperoleh hasil *corporate social responsibility* tidak memengaruhi nilai perusahaan. Penelitian lainnya (Suryonugroho, 2016) menyatakan dengan rendahnya kualitas pengungkapan CSR akan menjadi faktor yang menyebabkan praktik CSR tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Menurut (Agustine, 2014) CSR tidak dapat memengaruhi nilai perusahaan diakibatkan oleh beberapa fenomena, yaitu: kecenderungan investor dalam membeli saham, rendahnya pengungkapan CSR, dan variabel CSR tidak dapat diukur secara langsung. Dalam Penelitiannya juga menyatakan bahwa ada 3 alasan orang membeli saham: Memperoleh *capital gain*



atau peningkatan harga saham, menerima pembayaran dividen, mendapatkan hak suara dan ikut memengaruhi jalannya perusahaan.

Investor di Indonesia pada umumnya lebih cenderung untuk membeli saham untuk memperoleh *capital gain*. Sedangkan CSR merupakan strategi jangka panjang perusahaan dalam usaha untuk menjaga keberlangsungan perusahaan dan pengaruh dari CSR tidak dapat dirasakan dalam jangka pendek. Pengungkapan CSR di Indonesia juga masih tergolong rendah, dengan rata-rata pengungkapan sebesar 22% pada perusahaan manufaktur yang bisa dilihat pada 4.2, akibat masih rendahnya kesadaran sebagian besar perusahaan manufaktur mengenai dampak positif jangka panjang dari CSR ini. Institusi sebagai pemegang saham cenderung membeli saham untuk mendapatkan hak suara agar dapat memengaruhi jalannya perusahaan sehingga variabel CSR kurang menunjukkan kontribusi dalam pengaruhnya terhadap institusional pada nilai perusahaan.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

Simpulan yang dapat diambil dalam penelitian ini berdasarkan analisis dan pembahasan pada bab-bab sebelumnya adalah sebagai berikut: 1) Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan pada nilai perusahaan. Hal ini disebabkan besarnya kepemilikan manajerial pada perusahaan mengakibatkan reaksi negatif pasar karena status ganda yang dimiliki manajer dan sifat *opportunistic* manajer, yang berdampak pada menurunnya nilai perusahaan. 2) Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif signifikan pada nilai perusahaan. Institusi yang memiliki sebagian besar saham pada perusahaan akan dengan mudah dapat mengatur kebijakan menggunakan kontrol sebagai pemegang saham

pengendali untuk memperoleh manfaat privat yang secara tidak langsung dapat menurunkan nilai perusahaan. 3) CSR dapat memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan. Hal tersebut menunjukkan tingkat pengungkapan CSR akan memengaruhi hubungan kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan. 4) CSR tidak dapat memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan. Hal tersebut di akibatkan Institusi sebagai pemegang saham cenderung membeli saham untuk mendapatkan hak suara dan tidak berdasarkan pengungkapan CSR, sehingga CSR tidak akan memengaruhi hubungan kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan.

Saran yang dapat diberikan berdasarkan hasil penelitian adalah sebagai berikut: 1) Pada penelitian ini peneliti hanya menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Diharapkan pada penelitian CSR selanjutnya, untuk menggunakan perusahaan sektor pertambangan dan perminyakan, dikarenakan jenis perusahaan tersebut sangat rentan menimbulkan dampak sosial dan lingkungan. 2) Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan teknik analisis regresi seperti *intervening*, untuk mengetahui hubungan langsung dan tidak langsung dari variabel independen dengan variabel dependen. 3) Perusahaan diharapkan dapat memperhatikan pengungkapan CSR yang lebih rinci, dengan memerhatikan *sustainability reporting*. Hal ini dikarenakan pelaporan CSR dengan sesuai *sustainability reporting* akan memberikan citra yang baik pada perusahaan dengan rinci dan pengungkapan yang baik dari CSR perusahaan.

## REFERENSI

- Adnantara, Komang Fridagustina. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham dan Corporate Social Responsibility pada Nilai Perusahaan. *Jurnal Buletin Studi Ekonomi Universitas Udayana*, 18 (2), h: 107-113.
- Agustine, Ira. 2014. Pengaruh *Corporate Social Responsibility* terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Program Manajemen Universitas Kristen Pertra*, 2(1), h:42-47.
- Alfaraih, Mishari., Faisal Alanezi, dan Hesham Almujaed. 2012. The Influence of Institutional and Government Ownership on Firm Performance: evidence from kuwait. *International Business Research*, 5(10), pp: 192-200.
- Antari, D. A. P. P., & Dana, I. M. 2013. Pengaruh Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial, dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 2(3), h: 274-288.
- Anwar, Zeshan., Rashid Saeed, Ahmad Kaleem, Muhammad Kaleem Khan, dan Syeda Shan E Ahmad. 2013. Impact of Managerial Ownership on Profitability of Pakistan's Textile Sector. *Sci.Int.(Lahore)*, 25(2), pp: 381-385.
- Arsoy, Aylin Poroyözer Arabac, Aydem Çiftçiöğlü. 2012. Corporate Social Responsibility and Financial Performance Relationship: The Case of Turkey. *The Journal of Accounting and Finance*, 53, pp:159-176.
- Barclay dan Holderness. 1990. Social Responsiveness, Corporate Structure, and Economic Performance. *Academy of Management Review*, 7, pp: 235-241.
- Bathala, Chenchuramaiah T., Kenneth P. Moon, and Ramesh P. Rao. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Journal Financial Management*, pp: 38-50.
- Damayanti, Ni Putu Wida Putri, and I. Wayan Suartana. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 9 (3), h: 575-590.
- Elliot, W. Brooke., Jackson, Kevin E., Peecher, Mark E., White, Brian J. 2011. Does Corporate Social Responsibility Performance Distort Investors Estimate of Fundamental Value. *Departmen of Accountancy Working Paper University of Illionist at Urbana-Champaign*.

- Elliott, W. B., Jackson, K. E., Peecher, M. E., & White, B. J. (2013). The Unintended Effect of Corporate Social Responsibility Performance on Investors' Estimates of Fundamental Value. *The Accounting Review University of Illionist at Urbana-Champaign*, 89(1), pp:275-302.
- Erlangga, Enggar. 2012. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai perusahaan dengan pengungkapan CSR, Good Corporate Governance, dan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Akuntansi & Investasi*, 10 (1), h: 57-70.
- Eisenhardt, Kathleen M. 1989. Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management review*, 14 (4) pp: 532-550.
- Fajriana, Ardianti. 2016. Pengaruh Corporate Social Responsibility (CSR), Keputusan Investasi, Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Akuntansi Universitas Negeri Yogyakarta*, 5 (2), h: 16-28.
- Ghozali, Imam. 2012. *Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Hackston, D. dan M. J. Milne, 1996, Some Determintants of Social and Enviromental Disclosures in New Zealand Companies. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 9 (1), pp:77-108.
- Purwaningsih, Ni Kadek Ira, 2014. Pengaruh Kinerja pada Nilai Perusahaan dengan Corporate Social Responsibility Sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. 7 (3), h: 598-613.
- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of financial economics*, 3 (4), pp: 305-360.
- Juhadi, Nendi. 2013. The Effects of Internal Factors and Stock Ownership Structure on Dividend Policy on Company`s Value (A Study on Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX)). *International Juornal of Business and Management Invention*, 2 (11), pp: 6-18.
- Klapper, L. F., dan Love, I. 2002. Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. *Policy Research Working Paper*. The World Bank Development Research Group Finance.
- Latupono, S. S. 2015. Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan: Good Corporate Governance Variabel Moderating. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia*, 4 (8), h:1-14.

- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, pp: 293-315.
- Nuraina, Elva. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi Universitas Surabaya*, 19 (2), h: 110-125.
- Puja Wijaya, I. B. N., dan Purnawati, N. K. 2014. Pengaruh Likuiditas dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dimoderasi oleh Kebijakan Dividen. *Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 3 (12), h:3768-3780.
- Putri, Hanni Chyntia Maita dan Surya Raharja. 2013. Pengaruh CSR terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Akuntansi Universitas Diponegoro*, 2 (3), h: 1-15.
- Rahmawati, A., Nurdin, D., Bidin, C.K. 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan pada Industri Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Fakultas Ekonomi Universitas Tadulako*.3 (1), h: 1-6.
- Reyna, Juan M. San Martin. 2012. Ownership Structure, Firm Value and Investment Opportunities Set: Evidence from Mexican Firms. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation (JEMI)*, 8 (13), pp: 35-57.
- Roberts, R. W. 1992. Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application of Stakeholder Theory. *Accounting, Organizations and Society*, 17 (6), pp:595-612
- Ross, S. A. 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, pp:23-40.
- Sayekti, Y., & Wondabio, L. S. 2007. Pengaruh CSR Disclosure terhadap Earning Response Coefficient. *Simposium Nasional Akuntansi X*, 26-28.
- Sinarmayarani, A. 2016. Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu & Riset Manajemen Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia*, 5 (5), h:1-18.
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.

- Haruman, Tendi. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi XI*, Pontianak.
- Uwuigbe, Uwalomwa dan Olamide Olusanmi. 2012. An Empirical Examination of the Relationship between Ownership Structure and the Performance of Firms in Nigeria. *International Business Research*, 5(1), pp: 208-215.
- Verrecchia, Robert E. 1983. Discretionary Disclosure. *Journal of accounting and economics*, 5, pp:179-194.
- Welim, Michelle Freshilia. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di BEI). *Jurnal Ekonomi Akuntansi Universitas Atmajaya Yogyakarta*, h: 1-14.
- Weston, John Fred dan Eugene F. Brigham. 1990. Effect of Operating and Financial Leverage on Firms Risk. *Journal of the International Academy of Hospitality Research* logo, 8.
- Wida P. D, Ni Putu dan Suartana I Wayan. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional dapa Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 9 (3), h: 575-590.