

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN
PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA
(Struktur Modal sebagai Variabel Moderasi)**

Ni Made Suastini ¹
Ida Bagus Anom Purbawangsa ²
Henny Rahyuda ³

^{1,2,3}Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
email: md.suastini@yahoo.com

ABSTRAK

Perusahaan memiliki tujuan jangka panjang untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Tujuan ini dicapai dengan meningkatkan nilai perusahaan yang akan tercermin dari harga sahamnya. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan, dengan menggunakan struktur modal sebagai variabel moderasi. Sampel penelitian ini sebanyak 19 perusahaan yang dilakukan di perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode pengamatan selama tahun 2010 sampai dengan tahun 2013. Pengujian hipotesis penelitian menggunakan teknik analisis *moderated regression analysis* (MRA). Hasil penelitian menunjukkan bahwa: (1) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan (2) pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (3) struktur modal berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (4) struktur modal tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan (5) struktur modal tidak mampu memoderasi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci : Kepemilikan Manajerial, Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

ABSTRACT

The Company has a long-term goal to maximize shareholder wealth. This objective is achieved by increasing the company's value will be reflected in its stock price. This study aims to determine the effect of managerial ownership and growth of the company to corporate value, using the capital structure as a moderating variable. The study sample as many as 19 companies conducted in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange. Observation period 2010 to 2013. The research hypothesis testing using analysis techniques moderated regression analysis (MRA). The results showed that: (1) managerial ownership negative effect significantly to the value of the company (2) the growth of the company significant positive effect on the value of the company (3) the capital structure positive effect was not significant to the value of the company (4) The capital structure was not able to moderate the influence of managerial ownership the value of the company (5) capital structure was not able to moderate the effect of growth on firm value.

Keywords : Managerial Ownership, Company Growth, Capital Structure, and Firm Value

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan menggambarkan kemakmuran pemegang saham dalam jangka panjang sehingga tujuan perusahaan dalam jangka panjang adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Kemakmuran pemegang saham sering diterjemahkan ke dalam kenaikan harga pasar saham (Hanafi, 2008:4). Semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi pula kemakmuran pemegang saham.

Pihak manajemen perusahaan mempunyai tanggung jawab untuk mengelola perusahaan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan. Harga pasar saham merupakan cerminan dari setiap keputusan keuangan yang diambil oleh manajemen, sehingga nilai perusahaan merupakan akibat dari tindakan manajemen. Keputusan keuangan tersebut meliputi keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Pihak manajemen akan mempertimbangkan dengan hati-hati keputusan yang diambil agar mengarah kepada peningkatan nilai perusahaan.

Penelitian tentang faktor-faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan telah dilakukan oleh beberapa peneliti diantaranya yaitu Suteja dan Wiston (2009), Sofyaningsih dan Pancawati (2011), Bukit (2012), Obradovich dan Gill (2012), Sukirni (2012), Rizqia *et al.* (2013) serta Kesuma (2009). Penelitian tersebut mengkaji tentang pengaruh kepemilikan manajerial, pertumbuhan perusahaan dan struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio harga pasar saham terhadap nilai bukunya atau sering disebut dengan *price to book value* (PBV). *Price to book value* (PBV) banyak digunakan oleh para analis

sekuritas untuk mengestimasi harga saham di masa yang akan datang. Besarnya hasil perhitungan harga pasar saham terhadap nilai bukunya menunjukkan perbandingan antara kinerja saham perusahaan di pasar saham dengan nilai bukunya. Perusahaan yang tingkat pengembalian atas ekuitasnya relatif tinggi biasanya memiliki harga pasar saham berkali-kali lebih besar dari nilai bukunya daripada perusahaan yang tingkat pengembalian atas ekuitasnya rendah. Perusahaan yang memiliki PBV yang semakin tinggi menunjukkan bahwa kinerja perusahaan di masa mendatang dinilai semakin prospektif oleh investornya.

Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) adalah pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (manajer, direktur atau komisaris) dan juga diberikan kesempatan untuk ikut memiliki saham perusahaan (pemegang saham). Kepemilikan manajerial sering dikaitkan sebagai upaya dalam peningkatan nilai perusahaan karena manajer selain sebagai manajemen sekaligus sebagai pemilik perusahaan akan merasakan langsung akibat dari keputusan yang diambilnya sehingga manajerial tidak akan melakukan tindakan yang hanya menguntungkan manajer. Syafruddin (2006) menyatakan bahwa harapan dari fungsi manajer puncak yang juga sebagai pemilik atau yang disebut dengan kepemilikan manajerial adalah agar manajer puncak dalam menjalankan aktivitasnya dapat lebih konsisten dengan kepentingan pemegang saham sehingga nilai perusahaan meningkat.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen akan menurunkan permasalahan agensi karena semakin banyak saham yang dimiliki oleh manajemen maka semakin kuat motivasinya untuk bekerja

Suastini, Ida Bagus Anom Purbawangsa, dan Henny R. Pengaruh Kepemilikan.....

dalam meningkatkan nilai perusahaan. Jensen dan Meckling mengisyaratkan bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Hasil penelitian yang mendukung Jensen dan Meckling tersebut dilakukan oleh Rizqia *et al.* (2013) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian lainnya dilakukan oleh Sofyaningsih dan Pancawati (2011) yang membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sulong *et al.* (2013) juga menemukan hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan Wardani dan Sri (2011) menunjukkan hasil berbeda bahwa kepemilikan manajerial pengaruhnya tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Faktor selanjutnya yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah pertumbuhan perusahaan. Indikator pertumbuhan perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pertumbuhan aset. Pertumbuhan aset diartikan sebagai perubahan (penurunan atau peningkatan) total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Pertumbuhan aset dihitung sebagai persentase perubahan aset pada saat tertentu terhadap tahun sebelumnya.

Perusahaan yang terus tumbuh umumnya akan memiliki prospek yang baik, hal ini tentu akan direspon positif oleh para investor sehingga akan berpengaruh pada peningkatan harga saham. Peningkatan harga saham berarti pula peningkatan nilai perusahaan. Penelitian Sriwardany (2006) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap perubahan harga saham. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Sofyaningsih dan Pancawati (2011). Kesuma (2009)

menemukan hasil yang berbeda yaitu pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap harga saham.

Keputusan struktur modal meliputi pemilihan sumber dana baik yang berasal dari modal sendiri maupun modal asing dalam bentuk hutang. Kedua dana ini bersumber dari luar perusahaan (dana eksternal) yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Menurut teori *trade off* struktur modal bahwa dalam struktur modal yang optimal nilai perusahaan akan meningkat jika perusahaan menggunakan hutang karena adanya penghematan pajak sehingga meningkatkan keuntungan per lembar saham yang akan diterima oleh pemegang saham (*shareholder*). Teori mengenai struktur modal, yang disebut dengan teori persinyalan mengungkapkan bahwa perusahaan yang meningkatkan hutangnya dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Investor diharapkan akan menangkap sinyal tersebut sebagai sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik sehingga hutang merupakan tanda atau sinyal positif. Sinyal positif tersebut menunjukkan bahwa struktur modal dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Struktur modal dapat diukur dengan rasio utang (*debt ratio*) dan rasio utang-ekuitas (*debt to equity ratio*). Rasio utang-ekuitas (*debt to equity ratio*) lebih sering digunakan sebagai indikator struktur modal oleh para praktisi dibandingkan rasio utang (*debt ratio*). Rasio ini merupakan salah satu ukuran paling mendasar dalam keuangan perusahaan. Menurut Walsh (2008:118) *debt to equity ratio* (DER) memberikan pengujian yang baik bagi kekuatan keuangan perusahaan sehingga penelitian ini menggunakan DER sebagai proksi dari struktur modal.

Suastini, Ida Bagus Anom Purbawangsa, dan Henny R. Pengaruh Kepemilikan.....

Debt to equity ratio (DER) menunjukkan perbandingan antara total hutang dengan modal sendiri.

Rustan dkk (2014) menemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian Rizqia *et al.* (2013) menemukan pengaruh positif dan signifikan antara *financial leverage* dengan nilai perusahaan. Penelitian Sulong *et al.* (2013) juga membuktikan bahwa terdapat pengaruh yang positif dan signifikan antara *leverage* dengan *firm performance*. Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh Wardani dan Sri (2011) yaitu adanya hubungan yang tidak signifikan antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan, sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Sofyaningsih dan Pancawati (2011).

Penelitian yang menguji pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya diantaranya penelitian yang dilakukan oleh Rizqia *et al.* (2013), Sulong (2013), Wardani dan Sri (2011), Sofyaningsih dan Pancawati (2011), Hardiningsih (2009), Bukit (2012), Ruan *et al.* (2011), Cheng dan Tzeng (2011) dan Rasyid (2015). Hasil penelitian yang diperoleh berupa struktur modal berpengaruh positif maupun struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian yang diperoleh oleh Ruan *et al.* (2011) dan Rasyid (2015) bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian yang ditemukan oleh Rizqia *et al.* (2013), Sulong (2013), Wardani dan Sri (2011), Sofyaningsih dan Pancawati (2011), Hardiningsih (2009), Bukit (2012) dan Cheng dan Tzeng (2011) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian-penelitian sebelumnya banyak yang menggunakan struktur modal sebagai variabel independen dan memiliki pengaruh yang berbeda-beda terhadap nilai perusahaan sehingga penelitian ini akan menguji variabel struktur modal sebagai variabel moderasi antara kepemilikan manajerial dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan. Artinya struktur modal apakah mampu memoderasi (memperkuat atau memperlemah) pengaruh kepemilikan manajerial dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan apabila struktur modal digunakan sebagai variabel moderasi.

Penelitian ini mengambil sampel di sektor manufaktur karena diantara kesembilan sektor perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sektor industri manufaktur memiliki jumlah perusahaan terdaftar yang paling banyak. Perusahaan yang termasuk ke dalam sektor manufaktur sampai dengan tahun 2013 berjumlah 136 perusahaan dari 472 perusahaan yang terdaftar di BEI. Informasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari tahun 2010 sampai 2013 terkait kepemilikan manajerial, total aset, total hutang, dan nilai perusahaannya ditunjukkan pada Tabel 1.

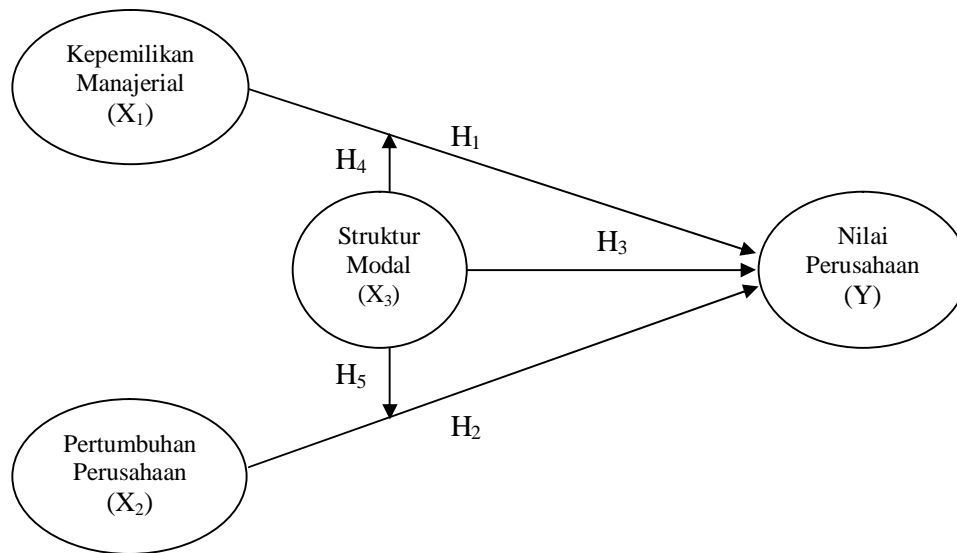
Tabel 1
Kepemilikan Manajerial, Total Aset, Total Hutang, dan Nilai Perusahaan
pada Sampel Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI
dari Tahun 2010-2013

Tahun	Kepemilikan Manajerial (persen)	Total Aset (jutaan rupiah)	Total Hutang (jutaan rupiah)	Nilai Perusahaan (kali)
2010	0.89	1,490,324	3,197,467	5.23
2011	0.82	1,525,022	3,622,828	5.18
2012	1.00	1,796,638	4,092,128	4.98
2013	0.80	2,603,826	5,355,029	4.97

Sumber : ICMD 2010-2013 (data diolah)

Tabel 1 menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur setiap tahunnya tidak stabil, yaitu mengalami penurunan di tahun 2011 kemudian di tahun 2012 meningkat kembali. Penurunan kepemilikan manajerial kembali terjadi di tahun 2013. Total aset perusahaan manufaktur dari tahun 2010 sampai 2013 mengalami peningkatan dari tahun ke tahun begitu pula total hutangnya, namun dilihat dari nilai perusahaannya dari tahun 2010 sampai 2013 mengalami penurunan setiap tahunnya. Informasi di Tabel 1 menunjukkan investasi di sektor manufaktur sangat besar sehingga penelitian ini menarik untuk diuji kembali karena hasil penelitian sebelumnya masih menunjukkan adanya fenomena bahwa sektor manufaktur memiliki kontribusi besar terhadap perekonomian Indonesia.

Berdasarkan dari uraian diatas adapun latar belakang masalah maka hal-hal yang menjadi pokok masalah di dalam penelitian ini adalah: (1) Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan? (2) Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan? (3) Apakah struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan? (4) Apakah struktur modal mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan? (5) Apakah struktur modal mampu memoderasi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan?



Gambar. Kerangka Konseptual Penelitian

Didalam menjawab permasalahan tersebut disusun kerangka konseptual pada gambar 1. Hipotesis disusun berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya sehingga dapat dirumuskan sebagai berikut:

H₁ : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

H₂ : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

H₃ : Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

H₄ : Struktur modal mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

H₅ : Struktur modal mampu memoderasi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan.

KAJIAN PUSTKA

Nilai Perusahaan

Sartono (2011:9) menyatakan nilai perusahaan dapat diukur dengan harga jual seandainya perusahaan tersebut akan dijual. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kinerja keuangan secara fundamental juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan karena dengan melihat kondisi keuangan perusahaan kita dapat melihat apakah perusahaan tersebut memiliki nilai yang tinggi, yang dapat tercermin dari harga sahamnya. Penilaian kondisi perusahaan melalui aspek keuangan dapat dilakukan dengan menganalisis rasio-rasio keuangan perusahaan dalam suatu periode tertentu. Harmono (2014 : 114) menyatakan indikator yang dapat digunakan untuk mewakili nilai perusahaan yaitu *price to earnings ratio*, *earnings per share ratio*, *price to book value*, return saham, harga saham, *expected return* dan *abnormal return*.

Struktur Modal

Teori struktur modal selalu mengalami perkembangan karena adanya beberapa pendapat yang berbeda tentang teori struktur modal. Berikut ini akan dikemukakan beberapa teori tentang struktur modal :

1) Pendekatan tradisional

Pendekatan tradisional berpendapat akan adanya struktur modal yang optimal, dengan kata lain struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga satu *leverage* tertentu, risiko

perusahaan tidak mengalami perubahan sehingga biaya hutang (kd) maupun biaya modal sendiri (ke) relatif konstan.

2) Teori Struktur Modal Modigliani Miller (MM)

Teori ini dibangun oleh Modigliani dan Miller (1958) untuk membuktikan preposisi I dan II dengan dan tanpa pajak. Preposisi I adalah preposisi nilai dan pembuktiannya dilakukan dengan menggunakan *arbitrage argument*. Preposisi II menyatakan bahwa yang membuat total nilai perusahaan tidak berubah dengan berubahnya struktur modal. Kenaikan hutang dalam struktur modal harus diikuti dengan kenaikan biaya ekuitas secara linier proposional, sehingga *overall cost of capital* tidak berubah.

3) *Pecking Order Theory*

Teori yang dikemukakan oleh Donald Donaldson (1961) ini menyatakan bahwa secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam penggunaan dana.

4) *Trade Off Theory*

Trade off theory merupakan model struktur modal yang mempunyai asumsi bahwa struktur modal perusahaan merupakan keseimbangan antara keuntungan penggunaan hutang dengan biaya *financial distress* (kesulitan keuangan) serta *agency cost* (biaya keagenan).

5) *Asymmetric Information Theory*

Asymmetric information adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak dari pihak lain. Manajemen perusahaan akan tahu

Suastini, Ida Bagus Anom Purbawangsa, dan Henny R. Pengaruh Kepemilikan.....

lebih banyak tentang perusahaan dibanding investor di pasar modal karena adanya *asymmetric information* ini.

6) *Signaling Theory*

Menurut Jama'an (2008) teori persinyalan mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal melalui laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi yang dapat menggambarkan seluruh kegiatan manajemen dalam menjalankan fungsinya sebagai pengelola perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan, yaitu memakmurkan pemilik (pemegang saham).

Struktur Kepemilikan

Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga oleh persentase kepemilikan oleh manajer dan institusional (Jensen dan Meckling, 1976).

Pemegang saham sebagai pemilik modal dapat dibedakan menjadi tiga yaitu *managerial ownership* atau *internal ownership*, *external ownership*, dan *institution ownership*.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme *corporate governance* utama yang membantu mengendalikan masalah keagenan.

Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan rasio pertumbuhan yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan posisi ekonominya ditengah

pertumbuhan perekonomian dan sektor usahanya. Pertumbuhan aset dihitung sebagai persentase perubahan aset pada saat tertentu terhadap tahun sebelumnya.

METODE PENELITIAN

Lokasi Penelitian ini adalah Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2013. Pengambilan sampel penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan tujuan mendapatkan sampel yang *representative* sesuai dengan kriteria yang ditentukan, sehingga diperoleh sampel sebanyak 19 perusahaan. Variabel penelitian pada penelitian ini yaitu kepemilikan manajerial dan pertumbuhan perusahaan (*independent variable*), nilai perusahaan (*dependent variable*) dan variabel struktur modal (*moderating variable*).

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah observasi non partisipan yaitu peneliti tidak terlibat dalam pengumpulan data tetapi hanya sebagai pengamat independen (Sugiyono, 2014:13). Pengumpulan data dilakukan dengan mencatat data dalam laporan tahunan pada masing-masing perusahaan manufaktur yang menjadi sampel selama tahun 2010-2013. Data penelitian ini diperoleh dari media internet dengan cara mengunduh melalui *website* Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data kuantitatif. Data kuantitatif dalam penelitian ini adalah proporsi saham dimiliki oleh manajemen, total aset, *Debt to Equity Ratio*, serta *Price to Book Value* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2013.

Suastini, Ida Bagus Anom Purbawangsa, dan Henny R. Pengaruh Kepemilikan.....

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan *moderated regression analysis* (MRA). *Moderated regression analysis* atau uji interaksi merupakan aplikasi khusus regresi linear berganda dimana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi atau perkalian antara dua atau lebih variabel independen (Ghozali, 2013). MRA digunakan untuk mengetahui apakah variabel pemoderasi akan memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen dan variabel dependen.

Pengujian asumsi klasik digunakan untuk memenuhi syarat dalam penggunaan model regresi linier berganda. Beberapa model asumsi klasik yang digunakan diantaranya uji normalitas, uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas.

Analisis Koefisien Determinasi ($\text{Adjusted } R^2$) untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai yang mendekati 1 berarti variansi independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variansi dependen.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil deskripsi data memberikan mengenai gambaran tentang variabel penelitian yang membahas mengenai nilai maksimum, nilai minimum, nilai rata-rata (mean) dan nilai standar deviasi. Variabel kepemilikan manajerial (X_1) perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.05088408 atau 5,09%. Standar deviasi (simpangan baku) variabel kepemilikan manajerial adalah 0.155560761 artinya selama 4 tahun pengamatan, kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia menyimpang dari rata-ratanya sebesar 0.155560761 atau 15,56%. Kepemilikan

manajerial terendah (minimum) selama periode pengamatan yaitu 0,000002 atau sebesar 0,0002%. Kepemilikan manajerial tertinggi (maksimum) selama periode pengamatan yaitu 0,700000 atau 70%.

Variabel pertumbuhan perusahaan (X_2) yang diproksikan dengan pertumbuhan aset selama periode 2010-2013 memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.131589 atau 13,16%. Standar deviasi (simpangan baku) variabel pertumbuhan perusahaan adalah 0.1611142 artinya selama 4 tahun pengamatan, variasi pertumbuhan perusahaan menyimpang dari rata-ratanya sebesar 0.1611142 atau sebesar 16,11%. Pertumbuhan perusahaan terendah (minimum) terjadi pada tahun 2013 yaitu sebesar -0,2304 atau -23,04% pada PT. Eterindo Wahanatama, Tbk (ETWA). Pertumbuhan perusahaan tertinggi (maksimum) yaitu sebesar 0,6200 atau 62% terjadi pada tahun 2012 pada PT. Prasadha Aneka Niaga, Tbk (PSDN).

Variabel struktur modal (X_3) yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) memiliki nilai rata-rata sebesar 1,0275 atau 102,75%. Standar deviasi (simpangan baku) variabel struktur modal adalah 1,16119 artinya selama 4 tahun pengamatan, variasi nilai struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia menyimpang dari rata-ratanya sebesar 1,16119 atau 116,119%. Nilai struktur modal terendah (minimum) yaitu 0,04 atau 4% terjadi pada tahun 2010 di PT. Intanwijaya International, Tbk (INCI). Struktur modal tertinggi (maksimum) yaitu 7,17 atau 717% selama periode pengamatan terjadi pada tahun 2012 di PT. Argo Pantes, Tbk (ARGO).

Variabel nilai perusahaan (Y) diproksikan dengan *price to book value* (PBV) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,8786 kali. Standar deviasi (simpangan baku)

Suastini, Ida Bagus Anom Purbawangsa, dan Henny R. Pengaruh Kepemilikan.....

variabel nilai perusahaan adalah 0,50821 kali artinya variasi nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia menyimpang dari rata-ratanya sebesar 0,50821 kali. Nilai perusahaan terkecil sebesar 0,29 kali terjadi pada tahun 2010 di PT. Sat Nusapersada, Tbk (PTSN) dan nilai perusahaan terbesar sebesar 2,62 kali terjadi pada tahun 2010 di PT. Astra Otoparts, Tbk (AUTO).

Selanjutnya pada hasil analisis uji asumsi klasik untuk uji Normalitas didapatkan bahwa hasil *asympt.sig* (2-tailed) $0.064 > 0.05\%$ sehingga model regresi memenuhi asumsi normalitas. Hasil uji Heteroskedastisitas semua model regresi yang digunakan dalam penelitian ini tidak mengandung heteroskedastisitas karena berdasarkan *metode Glejser* nilai signifikansi untuk masing-masing variabel *independen* dengan residualnya lebih besar dari $\alpha = 5\%$. Hasil uji Autokorelasi dengan pendekatan *durbin Watson* diperoleh nilai 1,925 dan 1,912, karena nilai *durbin Watson* berada diantara -2 dan 2 maka tidak ada autokorelasi sehingga uji autokorelasi terpenuhi. Hasil uji Multikolinieritas didapatkan nilai *VIF (Variance Inflation Factor)* < 10 dan nilai *Tolerance (TOL)* $> 0,10$ sehingga dapat dikatakan bahwa model regresi tidak terjadi multikolinieritas.

Hasil Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*) diperoleh untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen yang bisa dijelaskan oleh model persamaan pertama sebesar 0,186 atau 18,6% dan sisanya sebesar 81,4% dijelaskan oleh variabel lain diluar model. Hasil Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*) model persamaan kedua adalah 0,197. Hal ini berarti 19,7% variasi nilai perusahaan (PBV) dapat dijelaskan oleh variasi dari variabel

kepemilikan manajerial (KM), pertumbuhan perusahaan (PTP), struktur modal (DER), interaksi antara kepemilikan manajerial (KM) dan struktur modal (DER) serta interaksi antara pertumbuhan perusahaan (PTP) dan struktur modal (DER), sedangkan sisanya 80,3% dijelaskan oleh variabel lain diluar model

Selanjutnya untuk hasil Uji t (Uji Parsial) pada tabel 2 berdasarkan output spss menunjukkan pengaruh secara parsial dari variabel kepemilikan manajerial, pertumbuhan perusahaan dan struktur modal terhadap nilai perusahaan (PBV).

Tabel 2
Rangkuman Pengujian Uji t Hipotesis 1, 2 dan 3

Variabel	<i>Standardized Coefficients (Beta)</i>	t-hitung	Sig.	Keterangan
X ₁ (KM)	-0,233	-2,195	0,031	Sig.
X ₂ (PTP)	0,343	3,233	0,002	Sig.
X ₃ (DER)	0,152	1,454	0,150	Tidak Sig.

a. Predictors: (Constant), DER, PTP, KM

b. Dependent Variable: PBV

Sumber: Data diolah

Berdasarkan Tabel 2 maka model regresi yang dapat dibentuk untuk hipotesis 1, 2 dan 3 adalah sebagai berikut :

$$Y = b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + e \dots\dots\dots (1)$$

$$PBV = -0,233KM + 0,343PTP + 0,152DER + e$$

Koefisien regresi kepemilikan manajerial sebesar -2,233 menyatakan bahwa setiap penambahan 1% kepemilikan manajerial maka akan menurunkan nilai perusahaan sebesar -2,233 kali. Koefisien regresi pertumbuhan perusahaan

sebesar 0,343 menyatakan bahwa setiap penambahan 1% pertumbuhan perusahaan maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,343 kali. Koefisien regresi struktur modal sebesar 0,152 menyatakan bahwa setiap penambahan 1% struktur modal maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,152 kali.

Hasil uji statistik t yang terdapat pada tabel 3 menunjukkan interaksi variabel kepemilikan manajerial dan struktur modal terhadap nilai perusahaan (KM*DER) dan interaksi variabel pertumbuhan perusahaan dan struktur modal terhadap nilai perusahaan (PTP*DER).

Tabel 3
Rangkuman Pengujian Uji t Hipotesis 4 dan 5

Variabel	<i>Standardized Coefficients</i> (Beta)	t-hitung	Sig.	Keterangan
X ₁ * X ₃	-0,763	-1,440	0,154	Tidak Sig.
X ₂ * X ₃	-0,286	-1,361	0,178	Tidak Sig.

a. Predictors: (Constant), PTP, KM

b. Dependent Variable: PBV

Sumber: Data diolah

Berdasarkan Tabel 3 maka model regresi yang dapat dibentuk untuk hipotesis 4 dan 5 adalah sebagai berikut :

$$Y = \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_1 X_3 + \beta_5 X_2 X_3 + e \dots\dots\dots (2)$$

$$PBV = 0,488KM + 0,500PTP + 0,517DER - 0,763KM*DER - 0,286PTP*DER + e$$

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti kepemilikan manajerial yang tinggi akan menurunkan nilai perusahaan. Kondisi ini dapat terjadi karena kepemilikan manajerial perusahaan sampel ada yang konstan setiap

tahunnya dan ada yang belum stabil yaitu mengalami penurunan dan peningkatan. Ketika kepemilikan manajerial mengalami peningkatan, tetapi tidak meningkatkan nilai perusahaan ini diakibatkan oleh kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur dari tahun 2010-2013 masih kurang dari seratus persen yaitu secara deskriptif memiliki rata-rata sebesar 5,09% sehingga kepemilikan manajerial tidak direspon oleh investor sebagai sinyal positif dalam meningkatkan nilai perusahaan. Pemegang saham mayoritas berusaha mengawasi dan mempengaruhi pengambilan keputusan manajemen. Penelitian ini bertentangan dengan teori keagenan bahwa semakin besar kepemilikan manajerial maka semakin meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian Rustendi dan Farid (2008) konsisten dengan penelitian ini yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sugiarto (2011) juga menemukan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini tidak mendukung penelitian Rizqia *et al.* (2013) dan Sulong *et al.* (2013) yang menemukan kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini juga berbeda dengan penelitian Rustan dkk (2014) yang menemukan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa pertumbuhan perusahaan dipertimbangkan dalam meningkatkan nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan merupakan suatu aspek positif yang diharapkan pemilik maupun investor terhadap perusahaan. Dilihat dari sudut pandang investor, perusahaan yang terus tumbuh cenderung memiliki prospek yang baik, sebab perusahaan akan mampu menghasilkan *rate of return* (tingkat pengembalian) yang lebih tinggi seiring dengan pertumbuhan yang dialami perusahaan tersebut. Prospek yang baik akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Penelitian ini menemukan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang menunjukkan semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka nilai perusahaan juga semakin tinggi, begitu pula sebaliknya.

Hasil penelitian ini mendukung Sofyaningsih dan Pancawati (2011) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan yang diperoleh secara teratur serta diikuti dengan kecenderungan keuntungan yang meningkat merupakan suatu faktor yang sangat menentukan perusahaan untuk tetap *survive*. Perusahaan yang terus tumbuh umumnya akan memiliki prospek yang baik, hal ini tentu akan merespon positif oleh para investor sehingga akan berpengaruh pada peningkatan harga saham. Peningkatan harga saham berarti pula peningkatan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Kesuma (2009) yang menemukan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi struktur modal perusahaan maka semakin tinggi nilai perusahaan namun pengaruhnya tidak signifikan. Teori persinyalan menyatakan bahwa manajer yang memiliki informasi bagus tentang perusahaan akan berupaya menyampaikan informasi tersebut kepada investor luar agar harga saham perusahaan meningkat (Sugiarto, 2009 : 48). Perusahaan dapat memberikan sinyal kepada investor melalui laporan keuangannya. Manajer dapat menggunakan hutang lebih banyak, sebagai sinyal yang positif. Investor merespon penggunaan hutang sebagai *good news* karena perusahaan yang kurang bagus kinerjanya tidak akan berani memakai hutang dalam jumlah besar. Oleh karena itu, investor akan dapat membedakan kinerja perusahaan dengan melihat struktur modal perusahaan tersebut dan investor akan memberi nilai yang lebih tinggi pada perusahaan yang porsi hutangnya besar (Sugiarto, 2009 : 49).

Debt equity ratio merupakan rasio keuangan yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk membayar kembali hutang yang ada dengan menggunakan modal sendiri, semakin tinggi nilai ini tentunya semakin berisiko keuangan perusahaan tersebut. Semakin besar *debt equity ratio* menunjukkan semakin besar biaya yang harus dikeluarkan perusahaan untuk membiayai hutang tersebut.

Tidak signifikannya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan di perusahaan manufaktur pada tahun 2010-2013 dapat disebabkan karena struktur

modal perusahaan di sektor manufaktur menggunakan lebih banyak hutang dari modal sendiri untuk memperbesar struktur modal. Hal ini dapat dilihat dari perkembangan hutang yang meningkat setiap tahun. Hasil pengolahan data menunjukkan rata-rata variabel struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia dari tahun 2010-2013 adalah sebesar 1.03 atau 103% yang menunjukkan bahwa manajer lebih banyak mengambil kebijakan hutang untuk membiayai perusahaan. Semakin besar proporsi hutang maka semakin besar risiko yang harus diderita oleh perusahaan. Pada titik tertentu, kenaikan hutang perusahaan menunjukkan bahwa keuangan perusahaan tidak cukup sehat untuk mendanai kesejahteraan bisnisnya sehingga pada penelitian ini penggunaan hutang yang terlalu tinggi tidak dapat mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan. Bahkan pada perusahaan PT Argo Pantes Tbk nilai struktur modalnya adalah sebesar 7,17 atau 717% yang berarti perusahaan menggunakan 7,17 dari setiap rupiah modal sendiri untuk dijadikan sebagai jaminan hutang. Hal ini menyebabkan tidak adanya pengaruh antara kebijakan hutang dengan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Sofyaningsih dan Pancawati (2011) serta penelitian Wardani dan Sri (2011) yang menemukan kebijakan hutang berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Cheng dan Tzeng (2011), Bukit (2012) dan Rizqia (2013) yang membuktikan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Suastini, Ida Bagus Anom Purbawangsa, dan Henny R. Pengaruh Kepemilikan.....

Hasil penelitian ini menemukan bahwa struktur modal tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hipotesis 1 menunjukkan bahwa sebelum dimoderasi oleh struktur modal, pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan bersifat negatif, kemudian ketika dimoderasi oleh variabel struktur modal koefisien interaksinya negatif sehingga dikatakan memperlemah pengaruh negatif yang terjadi antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan tetapi pengaruhnya tidak signifikan.

Tidak signifikannya pengaruh ini dapat disebabkan karena keputusan struktur modal merupakan bagian dari keputusan pendanaan yang dilakukan oleh manajer keuangan. Hal ini berarti kepemilikan manajerial tidak memegang peranan dalam keputusan struktur modal dalam kaitannya dengan peningkatan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial lebih banyak berperan dalam pengambilan keputusan yang dapat meningkatkan kemakmurannya seperti misalnya adanya perolehan laba akan dibagikan dalam bentuk dividen atau diinvestasikan kembali dalam bentuk laba ditahan.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian Wardani dan Sri (2011) yang membuktikan bahwa tidak ada pengaruh antara kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening sedangkan hasil yang berbeda ditemukan oleh Wahyudi dan Hartini (2006) yaitu kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui keputusan pendanaan.

Hasil penelitian ini menemukan bahwa struktur modal tidak mampu memoderasi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan sebelum dimoderasi oleh variabel struktur modal. Kemudian ketika dimoderasi oleh variabel struktur modal koefisien interaksinya negatif sehingga dikatakan pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan akan semakin rendah (memperlemah pengaruh positif) dengan adanya variabel moderasi struktur modal namun pengaruhnya tidak signifikan.

Penggunaan dana berupa hutang jangka panjang dalam struktur modal perusahaan akan disertai dengan kewajiban membayar beban tetap berupa bunga pinjaman dengan harapan dapat meningkatkan nilai perusahaan karena adanya penghematan pajak. Perusahaan dengan pertumbuhan perusahaan yang tinggi memerlukan kebutuhan dana yang besar pula, maka perusahaan akan meningkatkan penggunaan hutang. Perusahaan manufaktur dalam penelitian ini memiliki peningkatan dalam total asetnya dari tahun 2010 sampai 2013, diikuti pula oleh peningkatan hutangnya. Struktur modal menentukan bagaimana hubungan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui penggunaan hutang sebagai akibat investasi dalam aset perusahaan namun dalam penelitian ini pengaruhnya tidak signifikan. Tidak signifikannya pengaruh ini dapat disebabkan karena struktur modal perusahaan manufaktur memiliki proporsi hutang jangka pendek (hutang lancar) lebih besar dari hutang jangka panjang. Hal ini berarti penggunaan hutang lebih banyak digunakan untuk berinvestasi dalam aset lancar bukan untuk berinvestasi dalam aset jangka panjang, karena aktivitas utama

Suastini, Ida Bagus Anom Purbawangsa, dan Henny R. Pengaruh Kepemilikan.....

perusahaan manufaktur yaitu mengolah bahan baku menjadi barang jadi. Investasi aset lancar tersebut berupa kas, persediaan, dan piutang.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan pembahasan hasil penelitian diperoleh bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ketika kepemilikan manajerial mengalami peningkatan, tetapi tidak meningkatkan nilai perusahaan ini diakibatkan oleh kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur dari tahun 2010-2013 masih kurang dari seratus persen yaitu secara deskriptif memiliki rata-rata sebesar 5,09% sehingga kepemilikan manajerial tidak direspon oleh investor sebagai sinyal positif dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan yang semakin tinggi maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan yang terus tumbuh umumnya akan memiliki prospek yang baik, hal ini tentu akan direspon positif oleh para investor sehingga akan berpengaruh pada peningkatan harga saham. Peningkatan harga saham berarti pula peningkatan nilai perusahaan.

Struktur modal berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa semakin besar struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan secara signifikan. Hal ini dapat disebabkan karena struktur modal perusahaan di sektor manufaktur menggunakan lebih banyak hutang dari modal sendiri untuk memperbesar struktur modal. Kenaikan hutang perusahaan pada titik tertentu, menunjukkan bahwa keuangan perusahaan tidak cukup sehat sehingga

penggunaan hutang yang terlalu tinggi tidak dapat mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan.

Struktur modal tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat disebabkan karena keputusan struktur modal merupakan bagian dari keputusan pendanaan yang dilakukan oleh manajer keuangan, kepemilikan manajerial tidak memegang peranan dalam keputusan struktur modal dalam kaitannya dengan peningkatan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial lebih banyak berperan dalam pengambilan keputusan yang dapat meningkatkan kemakmurannya seperti misalnya adanya perolehan laba akan dibagikan dalam bentuk dividen atau diinvestasikan kembali dalam bentuk laba ditahan.

Struktur modal tidak mampu memoderasi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan. Struktur modal menentukan bagaimana hubungan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui penggunaan hutang sebagai akibat investasi dalam aset perusahaan namun dalam penelitian ini pengaruhnya tidak signifikan. Hal ini dapat disebabkan karena struktur modal perusahaan manufaktur memiliki proporsi hutang jangka pendek lebih besar dari hutang jangka panjang, pembiayaan lebih banyak digunakan untuk berinvestasi dalam aset lancar.

Berdasarkan pembahasan hasil penelitian, berikut ini beberapa saran yang dapat dipergunakan sebagai bahan pertimbangan yaitu penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan variabel lain sebagai variabel moderasi dalam mempengaruhi nilai perusahaan karena struktur modal dalam penelitian ini tidak

Suastini, Ida Bagus Anom Purbawangsa, dan Henny R. Pengaruh Kepemilikan.....

mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan. Variabel profitabilitas dapat digunakan sebagai alternatif variabel moderasi dalam penelitian selanjutnya.

Manajemen diharapkan dapat memberikan sinyal-sinyal yang positif kepada investor melalui peningkatan pertumbuhan perusahaannya. Kepercayaan investor akan lebih besar terhadap perusahaan dengan pertumbuhan yang meningkat setiap tahunnya daripada perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan.

Investor hendaknya lebih memperhatikan variabel-variabel yang mampu memberikan gambaran mengenai kondisi perusahaan sebelum melakukan investasi pada perusahaan-perusahaan yang ada di Bursa Efek Indonesia. Pada penelitian ini variabel pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga dapat dikatakan bahwa variabel ini mampu menjelaskan kepada investor bagaimana kondisi perusahaan dimasa yang akan datang. Tentunya variabel ini merupakan salah satu faktor yang dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi investor sebelum melakukan investasi.

REFERENSI

- Antwi, Samuel, Ebenezer Fiifi Emire Atta Mills, Prof. Xicang Zhao. 2012. Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana. *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3 No. 22, November.
- Anwar, Zeshan, Rashid Saedd, Ahmad Kaleem, Muhammad Kaleem Khan, & Syeda Shan E Ahmad. 2013. Impact of Managerial Ownership on Profitability of Pakistan's Textile Sector. *Sci.Int.(Lahore) Journal*. Vol.25 (2), pp.381-385.
- Arifin, Zaenal. 2007. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Edisi 1. Yogyakarta: Ekonisia
- Asnawi, Said Kelana dan Chandra Wijaya. 2005. *Riset Keuangan: Pengujian-Pengujian Empiris*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Atmaja, Lukas Setia. 2008. *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*. Edisi 1. Yogyakarta: ANDI.

- Brigham, Eugene F. and Daves, Philip R. 2007. *Intermediate Financial Management Ninth Edition*. Thomson Higher Education: United State America.
- Bukit, Rina Br. 2012. Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas: Analisis Data Panel Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Bisnis*, Vol.4, No.3, hal.205-219, November.
- Chen, Li Ju dan Shun Yu Chen. 2011. The Influence of Profitability on Firm Value with Capital Structure as The Mediator and Firm Size and Industry as Moderators. *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 8, Issue 3, pp. 121-129.
- Cheng, M.C. and Tzeng Z.C. 2011. The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect. *World Journal of Management*, Vol.3, No.2, pp. 30-53, September.
- Frensidy, Budi dan I. Roni, Setyawan. 2007. The Effect of Managerial Ownership Structure, Business Risk and Firm Growth Toward the Capital Structure. *Majalah Usahawan Indonesia*, No.7, hal.15-20.
- Ghahroudi, Mehdi Rasouli, Stephen Turnbull, Yasuo Hoshino. 2010. Assets Growth, Foreign Ownership and Type of Industry in Multinational Companies. *International Business Research*, Vol.3, No.4, Oktober.
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS Cetakan VII*. Semarang; Badan Penerbitan Universitas Diponegoro.
- Hanafi, Mamduh M. 2008. *Manajemen Keuangan*. Edisi 1. Yogyakarta: BPFE-UGM.
- Hardiningsih, Pancawati. 2009. Determinan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Indonesia (JAI)*, Vol.5, No. 2, hal. 231-250, Juli.
- Harmono. 2014. *Manajemen Keuangan Berbasis Balanced Scorecard*. Edisi 1 Cetakan ke-3. Jakarta : PT. Bumi Aksara.
- Haruman, Tendi. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Pendanaan (Perspektif *Agency Theory*). *National Conference on Management Research*.
- Hidayat, Mohammad Syafiudin. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Ilmu Manajemen Universitas Negeri Surabaya*, Vol.1, No.1.
- Hestinoviana, Vidyanita, Suhadak, dan Siti Ragil Handayani. 2013. The Influence Of Profitability, Solvability, Asset Growth, And Sales Growth Toward Firm Value (Empirical Study On Mining Companies Which Listed On Indonesia Stock Exchange). *Jurnal Administrasi Bisnis Universitas Brawijaya*, Vol.4, No.1.
- Jama'an. 2008. Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance*, Dan Kualitas Kantor Akuntan Publik Terhadap Integritas Informasi Laporan Keuangan (Studi Kasus Perusahaan Publik yang *Listing* di BEJ). *Tesis*. Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Suastini, Ida Bagus Anom Purbawangsa, dan Henny R. Pengaruh Kepemilikan.....

- Jensen, M.C., and Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*. Vol.3, No.4, hal. 305-360.
- Kartini dan Tulus Arianto. 2008. Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 12, No.1, hal.11-21, Januari.
- Kennedy, Nur Azlina dan Anisa Ratna Suzana. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan *Real Estate and Property* yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Universitas Riau*, Vol.19, No.2.
- Keown, Arthur J., John D. Martin, J. William Petty, David F. Scott. 2011. *Financial Management: Principles and Applications*, 10th Edition. Marcus Prihminto W. (Penerjemah). Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan. Jakarta: PT Indeks.
- Kesuma, Ali. 2009. Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal serta Pengaruhnya terhadap Harga Saham Perusahaan *Real Estate* yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol.11, No. 1, hal. 38-45, Maret.
- Kodrat, David Sukardi dan Christian Herdinata. 2009. Manajemen Keuangan : *Based on Empirical Research*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Larasati, Eva. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, Vol.16, No.2, hal. 27-36, Juli.
- Lim, Thian Cheng. 2012. Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, No. 3, March.
- Murugesu, Tharsiga. 2013. Effect of Debt on Corporate Profitability (Listed Hotel Companies Sri Lanka). *Eueopean Journal of Business and Management*, Vol.5, No.30.
- 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*, Vol.19, No. 2, September, hal. 110-125.
- Nuswandari, Cahyani. 2013. Determinan Struktur Modal dalam Perspektif *Pecking Order Theory* dan *Agency Theory*. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, Vol.2, No.1, hal. 92-102, Mei.
- Obradovich, John and Gill, Amarjit. 2012. The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 25, No. 1, hal. 1 – 14.
- Putra, Nyoman Wedana Adi. 2014. Pengaruh Faktor Fundamental pada Nilai Perusahaan Sektor Telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, Vol. 8.3, hal.385-407.
- Quang, Do Xuan dan Wu Zhong Xin. 2013. Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure: The case of Vietnamese

- Firms. *Australian Journal of Business and Management Research*, Vol.3, No.03, hal. 11-19. Juni.
- Rasyid, Abdul. 2015. Effects of Ownership Structure, Capital Structure, Profitability and Company's Growth Towards Firm Value. *International Journal of Business and Management Invention ISSN (Online): 2319 – 8028*, Volume 4, hal. 25-31, April.
- Reyna, Juan M.San Martin dan Jorge A. Duran E. 2012. Ownership Structure, Firm Value and Investment Opportunities Set: Evidence from Mexican Firms. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation (JEMI)*, Vol.8, No.3, hal. 35-57.
- Rizqia, Dwita Ayu, Siti Aisjah, and Sumiati. 2013. Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting*, Volume 4, No.11, pp. 120-130.
- Ruan, Wenjuan, Gary Tian, & Shiguang Ma. 2011. Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*. Vol.5 (3), pp. 73-92.
- Rustan, Darwis Said, dan Yohanis Rura. 2014. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Kualitas Laba dan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Analisis*. Vol.3, No.1, hal. 32-39, Juni.
- Rustendi, Tedi dan Farid Jimmi. 2008. Pengaruh Hutang dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Akuntansi FE Unsil*, Vol. 3, No. 1, hal. 411-422.
- Sartono, Agus. 2011. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Yogyakarta: BPF.
- Sheikh, Nadeem Ahmed dan Zongjun Wang. 2011. Determinants of Capital Structure an Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan. *Managerial Finance*, Vol. 37 No. 2, pp. 117-133.
- Sriwardany. 2006. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap perubahan harga saham pada Perusahaan Manufaktur. *Tesis*. Pascasarjana Universitas Sumatera Utara.
- Sugiarto. 2009. *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri*. Edisi 1. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Sugiarto, Melanie. 2011. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, Vol.3, No.1, hal.1-25, Januari.
- Sugiyono. 2014. *Statistika untuk Penelitian*. Bandung: CV Alfabeta.
- Sujarweni, V.Wiratna. 2014. *SPSS untuk Penelitian*. Yogyakarta: Pustaka Baru Press.
- Sulong, Zunaidah, John C. Gardner, Amariah Hanum Hussin, Zuraidah Mohd Sanusi, and Carl B. MCGowan. 2013. Managerial Ownership, Leverage and Audit Quality Impact on Firm Performance: Evidence From The Malaysian Ace Market. *Accounting & Taxation Journal*. Vol.5, No.1, pp.59-70.

Suastini, Ida Bagus Anom Purbawangsa, dan Henny R. Pengaruh Kepemilikan.....

- Sunyoto, Danang. 2009. *Analisis Regresi dan Uji Hipotesis*. Yogyakarta: Media Pressindo.
- Suteja, Jaja dan Wiston Manihuruk. 2009. Pengaruh Struktur Modal, Kepemilikan, dan Faktor Eksternal pada Penentuan Nilai Perusahaan. *Jurnal Trikonomika*, Vol. 8, No.2, hal. 78-89, Desember.
- Sofyaningsih, Sri dan Pancawati Hardiningsih. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*. Vol. 3, No.1, hal. 68-87, Mei.
- Syafruddin, Muchamad. 2006. Pengaruh Struktur Kepemilikan Perusahaan pada Kinerja: Faktor Ketidakpastian Lingkungan Sebagai Pemoderasi. *JAAI*, Vol. 10, No.1, hal. 85-99.
- Wahyudi, Untung dan Hartini Prasetyaning Prawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, Agustus 2006.
- Walsh, Ciaran. 2008. *Key Management Ratios: Master the Management Metrics That Drive and Control Your Bussiness*. Edisi 3. Shalahuddin Haikal (Penerjemah). Rasio-rasio Manajemen Penting: Penggerak dan Pengendali Bisnis. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Wardani, Dewi Kusuma dan Sri Hermuningsih. 2011. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan dan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol. 15, No. 1, hal. 27-36.