

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, UKURAN PERUSAHAAN DAN KEBIJAKAN HUTANG TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Diana Ajeng Pratiwi
dianaajengpratiwi@gmail.com
Nurul Widyawati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

The enhancement of firm value can be achieved when the company management can establish good cooperation with other parties in the making of financial decisions which is known as other parties which include shareholder and stakeholder. This research is aimed to examine the influence of managerial ownership, firm size and debt policy to the firm value of telecommunication companies which are listed in the IDX. The analysis techniques which has been applied to analyze the influence of variables in this research are multiple regressions analysis, and t test. The population is 5 telecommunication companies which are listed in Indonesia Stock Exchange in 2011-2015 periods with 5 years of observation. The result of the research shows that (1) Managerial ownership gives influence to the firm value which means that large management ownership will be effective to supervise company activities; (2) firm size gives influence to the firm value which means that high sales growth requires large support from company resources; (3) Debt policy gives influence to the firm value which means that optimum debt level is reached when tax saving has reached its maximum amount to the cost of financial distress.

Keywords: Managerial ownership, firm size, debt policy, firm value

ABSTRAK

Peningkatan nilai perusahaan bisa dicapai apabila manajemen perusahaan mampu menjalin kerja sama yang baik dengan pihak lain di dalam membuat keputusan-keputusan keuangan, yang disebut pihak lain diantaranya meliputi *shareholder* dan *stakeholder*. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di BEI. Teknik analisa yang digunakan untuk menganalisis pengaruh variabel-variabel dalam penelitian ini adalah menggunakan analisis regresi berganda, dan uji t. Adapun populasi digunakan adalah perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Periode 2011 sampai dengan 2015, sebanyak 5 perusahaan dengan 5 tahun pengamatan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan, yang artinya kepemilikan manajemen yang besar akan efektif untuk mengawasi aktivitas perusahaan, (2) Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, yang artinya pertumbuhan penjualan yang tinggi membutuhkan dukungan sumber daya perusahaan yang semakin besar. (3) Kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang artinya bahwa tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan.

Kata Kunci: Kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, kebijakan hutang dan nilai perusahaan

PENDAHULUAN

Salah satu sektor pendukung untuk kelangsungan suatu industri yaitu tersedianya sumber dana. Sumber dana yang dapat diperoleh pada suatu industri yaitu dengan cara menjual saham kepada publik dipasar modal. Pasar modal dipandang sebagai salah satu sarana yang efektif untuk menarik dana dari masyarakat yang kemudian, disalurkan ke sektor-sektor produktif. Pasar modal juga dapat dikatakan sebagai wadah yang dapat menghilangkan monopoli sumber modal dan monopoli kepemilikan perusahaan (Febrianti, 2010:12). Tujuan jangka panjang perusahaan adalah untuk mengoptimalkan nilai

perusahaan. Tingginya nilai perusahaan dapat menggambarkan kesejahteraan pemilik perusahaan. Nilai perusahaan akan terlihat dari harga pasar sahamnya.

Kinerja manajemen dapat dilihat dari laporan keuangan perusahaan. Posisi perusahaan dilaporkan pada laporan keuangan dalam satu titik waktu tertentu maupun pelaksanaan operasinya pada satu periode di masa lalu (Brigham dan Houston, 2009: 94). Laporan keuangan dapat dijadikan sebagai salah satu alat pengambilan keputusan yang handal dan bermanfaat, maka sebuah laporan keuangan haruslah memiliki kandungan informasi yang bernilai tinggi bagi penggunanya (Raharjo, 2005). Peningkatan nilai perusahaan bisa dicapai apabila manajemen perusahaan mampu menjalin kerja sama yang baik dengan pihak lain di dalam membuat keputusan-keputusan keuangan, yang disebut pihak lain diantaranya meliputi *shareholder* dan *stakeholder*. Apabila tindakan yang dilakukan manajer dan pihak lain tersebut dapat berjalan sebagaimana mestinya, maka permasalahan tidak akan terjadi di antara kedua belah pihak tersebut. Akan tetapi pada kondisi yang sesungguhnya, penyatuan kepentingan antara kedua belah pihak tersebut sering kali menemui masalah (Borolla, 2011). Hasil penelitian Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011), mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan, hal ini menyatakan bahwa dengan adanya kepemilikan saham manajerial akan membantu penyatuan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan membuat manajer ikut merasakan manfaat dan kerugian dari pengambilan keputusan yang salah.

Menurut Halim (2009:93), semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal asing juga akan semakin besar. Hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya dan salah satu alternatif pemenuhannya adalah dengan modal asing apabila modal sendiri tidak mencukupi. Jumlah asset yang besar akan menurunkan nilai perusahaan jika dinilai dari sisi pemilik perusahaan. Akan tetapi jika dilihat dari sisi manajemen, kemudahan yang dimilikinya dalam mengendalikan perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Ukuran perusahaan (*firm size*) dapat menggambarkan besarnya kekayaan yang dimiliki oleh suatu perusahaan, *firm size* merupakan proksi bagi informasi asimetri antara perusahaan dan pasar memunculkan sinyal bahwa semakin besar perusahaan, semakin kompleks organisasinya, semakin tinggi *costs of asymmetries information* sehingga lebih sulit bagi perusahaan untuk memperoleh pendanaan dari eksternal (Sugiarto, 2009). Hasil penelitian Dewi dan Wirajaya (2013), menyatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan, hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan dari sebuah perusahaan maka semakin meningkat pula nilai perusahaan tersebut.

Setiap perusahaan memerlukan dana yang besar untuk dapat tumbuh. Dana tersebut dapat diperoleh dari sumber yang berbeda yaitu dari dalam (*internal*) ataupun dari luar (*eksternal*). Sumber dana *internal* berasal dari laba ditahan sedangkan sumber dana *eksternal* berasal dari para kreditur dalam bentuk hutang dan pemilik yang disebut modal. Menurut *trade off theory* manajer dapat memilih rasio utang untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya leverage keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Hasil penelitian Sukrini (2012), menyatakan bahwa kebijakan hutang mempunyai hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan, hal ini mengindikasikan bahwa dengan adanya hutang akan dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian dapat menghindari investasi yang sia-sia yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Manajemen perusahaan harus berusaha memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (*shareholder*) melalui kewenangan yang diberikan dalam membuat kebijakan baik berupa kebijakan hutang, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen. Wibawa dan Wijaya (2010), mengemukakan bahwa pencapaian nilai perusahaan dapat dilakukan melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan. Faktor keuangan umumnya merupakan kunci utama yang akan mempengaruhi perkembangan perusahaan. Faktor keuangan berbicara tentang bagaimana perusahaan mencari dana, mendapatkan dana dan mengalokasikan dana tersebut agar efisien dalam penggunaannya. Bagi investor, nilai perusahaan merupakan konsep penting karena nilai perusahaan merupakan indikator bagaimana pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional. Seiring dengan berkembangnya ilmu pengetahuan dan teknologi, tujuan perusahaan harus mampu menciptakan nilai (*value creation*) bagi pemiliknya. Nilai-nilai tersebut diwujudkan ke dalam harga pasar dari saham biasa perusahaan.

Penelitian tentang nilai perusahaan telah banyak dilakukan karena hal tersebut berkaitan dengan kemampuan pihak manajemen mengelola perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaannya. Sehingga peneliti bermaksud menguji kembali agar dibuktikan hasil yang lebih konsisten. Perusahaan yang terdaftar di Pojok Bursa Efek Indonesia (BEI) STIESIA Surabaya yang bergerak dalam bidang jasa dan non jasa (Industri). Penelitian ini dilakukan dalam kelompok perusahaan yang tergabung dalam sub sektor telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari periode 2011-2015. Kelompok perusahaan telekomunikasi dipilih sebagai perusahaan yang diteliti dengan mempertimbangkan persaingan yang tinggi, sehingga menuntut kinerja perusahaan yang selalu prima agar unggul dalam persaingan. Alasan lain memilih perusahaan telekomunikasi karena industri ini menyediakan kebutuhan primer manusia sehingga tetap dapat menjadi prioritas utama konsumen, meskipun kondisi perekonomian kurang mendukung, bagaimanapun buruknya kondisi kehidupan ekonomi konsumen, mereka masih tetap membutuhkan. Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah diuraikan diatas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah: (1) Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan? (2) Apakah ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan? (3) Apakah kebijakan hutang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan? Sedangkan tujuan yang diharapkan dapat dicapai dari penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. (2) Untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. (3) Untuk mengetahui pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.

TINJAUAN TEORITIS

Kepemilikan Manajerial

Pengelolaan perusahaan pada umumnya bertujuan untuk memakmurkan pemiliknya, semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pemiliknya. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya (Untung dan Hartini, 2006:51). Untuk mencapai tujuan tersebut, para pihak yang berkepentingan: pemilik modal (sebagai *principal*) bisa mempercayakan kepada para profesional (*managerial*) untuk mengelola perusahaan dengan tujuan dan sasaran yang telah ditetapkan sebelumnya. Berdasarkan teori keagenan (*agency theory*), adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan perusahaan

dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency problems*), yaitu ketidaksejajaran antara *principal* (pemilik atau pemegang saham) dan *agent* (manajer). Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Untuk itu manajemen diberikan sebagian kekuasaan untuk membuat keputusan bagi kepentingan terbaik pemegang saham.

Kepemilikan manajemen adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris) (Diyah dan Erman, 2009). Dengan adanya kepemilikan manajemen dalam sebuah perusahaan akan menimbulkan dugaan yang menarik bahwa nilai perusahaan meningkat sebagai akibat kepemilikan manajemen yang meningkat. Kepemilikan manajemen yang besar akan efektif memonitoring aktivitas perusahaan. Dengan adanya kepemilikan manajerial tentu akan mendorong pihak manajer untuk bertindak sejalan dengan keinginan pemegang saham dengan meningkatkan kinerja dan tanggung jawab dalam mencapai kemakmuran pemegang saham. Kepemilikan saham oleh manajemen dapat mengindikasikan adanya kesamaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Semakin besar kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan cenderung untuk berusaha meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang saham dan untuk kepentingannya sendiri.

Dengan adanya kepemilikan oleh manajemen yang besar akan efektif memonitoring aktivitas perusahaan. (Mahadwartha dan Hartono, 2007:51) menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri. Kepemilikan saham manajerial akan mensejajarkan dan membantu penyatuan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham, sehingga manajer ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang kurang tepat. Hal ini menunjukkan akan hilangnya masalah keagenan dikarenakan seorang manajer juga sebagai seorang pemilik. Argumen tersebut mengindikasikan mengenai pentingnya kepemilikan manajerial dalam struktur kepemilikan perusahaan. Semakin banyak saham yang dimiliki oleh manajer akan semakin menurunkan masalah keagenan sehingga membuat *deviden* tidak perlu dibayarkan pada risiko yang tinggi.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan (*firm size*) dapat menggambarkan besarnya kekayaan yang dimiliki oleh suatu perusahaan, *firm size* merupakan proksi bagi informasi asimetri antara perusahaan dan pasar memunculkan sinyal bahwa semakin besar perusahaan, semakin kompleks organisasinya, semakin tinggi *costs of asymmetries information* sehingga lebih sulit bagi perusahaan untuk memperoleh pendanaan dari eksternal (Sugiarto, 2009). Ukuran perusahaan dapat dilihat dari total aset yang dimiliki perusahaan, total penjualan yang dilakukan oleh perusahaan, apabila perusahaan dihadapkan pada kebutuhan dana yang semakin meningkat akibat pertumbuhan penjualan, dan dana dari sumber intern sudah digunakan semua, maka tidak ada pilihan lain bagi perusahaan untuk menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan, baik hutang maupun dengan mengeluarkan saham baru.

Salah satu alasan perusahaan melakukan pinjaman karena dilihat dari total aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar dan tingkat kepercayaan bank juga lebih tinggi. Salah satu persyaratan mengajukan pinjaman adalah adanya aset tetap berwujud yang dapat dijaminkan sehingga semakin besar nilai aset tetap berwujud yang dimiliki ada kecenderungan semakin besar pinjaman yang dapat diperoleh (Soesetio, 2008). Investor dapat memperoleh lebih banyak informasi dari perusahaan besar jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Jadi, dengan diperolehnya dana lewat pasar modal menjadikan proporsi hutang menjadi semakin kecil dalam struktur modalnya. Untuk itu perusahaan kecil

mungkin menyukai hutang jangka pendek karena biayanya yang lebih murah dan perusahaan besar lebih berani mengeluarkan saham baru dan kecenderungan menggunakan jumlah pinjaman juga semakin besar pula. Semakin besar perusahaan semakin baik aksesnya ke pasar modal, namun juga memiliki biaya meminjam yang lebih rendah. Perusahaan besar yang telah terdiversifikasi, lebih mudah untuk memasuki pasar modal, menerima penilain kredit yang lebih tinggi dari bank komersial untuk hutang-hutang yang diterbitkan dan membayar tingkat bunga yang lebih rendah dari hutangnya.

Kebijakan Hutang

Hutang adalah pengorbanan manfaat ekonomi yang akan timbul dimasa yang akan datang yang disebabkan oleh kewajiban-kewajiban di saat sekarang dari suatu badan usaha yang akan dipenuhi dengan mentransfer aktiva atau memberikan jasa kepada badan usaha lain dimasa datang sebagai akibat dari transaksi-transaksi yang sudah lalu (Baridwan, 2004). Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Tingkat penggunaan hutang dari suatu perusahaan dapat ditunjukkan oleh salah satunya menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas (DER), yaitu rasio jumlah hutang terhadap jumlah modal sendiri. Penggunaan hutang perusahaan akan memaksa manajemen untuk bertindak lebih efisien dan tidak konsumtif karena adanya risiko kebangkrutan (Nugroho, 2006:30). Penggunaan hutang dapat untuk mengurangi *agency conflict* dan asimetri informasi perusahaan mengeluarkan hutang berarti memberikan signal kepada investor akan kemampuan kondisi keuangan perusahaan di masa depan (Nugroho, 2006:32). Kebijakan hutang perusahaan yang merupakan hasil pembagian antara kewajiban jangka panjang dengan jumlah total antara kewajiban jangka panjang dan modal sendiri. Pendanaan dari luar akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen disamping itu utang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajemen.

Penggunaan hutang dapat untuk mengurangi *agency conflict* dan asimetri informasi perusahaan mengeluarkan hutang. Hutang berarti memberikan signal kepada investor akan kemampuan kondisi keuangan perusahaan di masa depan (Nugroho, 2006). Kebijakan hutang perusahaan dapat dilihat dari rasio *leverage* perusahaan. *Leverage* adalah rasio yang membandingkan antara dana yang berasal dari pemilik dengan dana yang berasal dari kreditur. Pada umumnya kreditur dan calon kreditur memerlukan informasi berapa dana pemilik sebagai dasar menentukan tingkat keamanan kredit. Untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dibiayai dengan hutang karena dengan penggunaan hutang, hak mereka terhadap perusahaan tidak akan berkurang. Tetapi manajer tidak menyukai pendanaan tersebut dengan alasan bahwa hutang mengandung resiko yang tinggi. Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*).

Nilai Perusahaan

Menurut Epstein dan Martin (1994) ada beberapa konsep yang menjelaskan nilai perusahaan yaitu nilai nominal, nilai intrinsik, nilai likuidasi, nilai buku dan nilai pasar. Perusahaan go publik memungkinkan masyarakat maupun manajemen mengetahui nilai perusahaan, nilai perusahaan tercermin pada kekuatan tawar-menawar saham, apabila perusahaan diperkirakan sebagai perusahaan yang mempunyai prospek yang bagus dimasa yang akan datang, nilai saham akan menjadi semakin tinggi. Sebaliknya, apabila perusahaan

dinilai kurang mempunyai prospek maka harga saham menjadi lemah (Suharli, 2006) dalam Andinata (2010). Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi (Taswan dan Solihah, 2002). Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui suatu proses kegiatan selama beberapa tahun, yaitu sejak perusahaan tersebut didirikan sampai dengan saat ini. Masyarakat menilai dengan bersedia membeli saham perusahaan dengan harga tertentu sesuai dengan persepsi dan keyakinannya. Meningkatnya nilai perusahaan adalah sebuah prestasi, yang sesuai dengan keinginan para pemiliknya, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat, dan ini adalah tugas dari manajer sebagai agen yang telah diberi kepercayaan oleh para pemilik perusahaan untuk menjalankan perusahaannya. (Riyanto, 2010).

Harga saham yang terlalu murah dapat berdampak buruk pada citra perusahaan dimata investor. Dalam melakukan aktivitas dan pengambilan keputusan, perusahaan selalu berpatokan pada tujuan utamanya. Tujuan utama perusahaan menurut Andinata (2010) memaksimalkan kekayaan pemilik atau pemegang saham identik dengan memaksimalisasi nilai perusahaan, maka dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan tercermin dari harga saham, khususnya untuk perusahaan yang memperdagangkan sahamnya kepada publik. Apabila nilai perusahaan yang baik, yaitu mempunyai kinerja dan prospek yang bagus, maka investor pasti bersedia membayar lebih untuk membeli sahamnya. Jadi secara sederhana nilai perusahaan dapat diartikan sebagian harga yang bersedia dibayar oleh investor untuk memiliki suatu perusahaan. Menurut Christiawan dan Tarigan (2007) ada beberapa konsep yang menjelaskan nilai perusahaan yaitu nilai nominal, nilai intrinsik, nilai likuidasi, nilai buku dan nilai pasar. Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan. Nilai pasar merupakan harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar saham. Nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi. Nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi. Mempertahankan Tingginya Harga Pasar Saham. Harga saham di pasar adalah merupakan perhatian utama dari perhatian manajer keuangan untuk memberikan kemakmuran kepada para pemegang saham atau pemilik perusahaan. Manajer harus selalu berusaha ke arah itu untuk mendorong masyarakat agar bersedia menanamkan uangnya ke dalam perusahaan.

Pecking Order Theory

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas. Perilaku *pecking order* selain dipengaruhi oleh adanya asimetri informasi juga cenderung didorong dengan adanya pajak dan biaya transaksi. Dalam hal ini, dengan menetapkan jumlah utang dan investasi tetap konstan, kenaikan dalam penerbitan ekuitas akan selalu mengarahkan pada dividen yang lebih besar. Dividen yang lebih besar selanjutnya akan menambah beban pajak pribadi. Oleh karena itu akan cukup beralasan apabila perusahaan berusaha untuk menekan penerbitan ekuitas baru. Disamping itu, menurut Brigham (2007), biaya pada umumnya lebih kecil jika perusahaan menerbitkan utang dibandingkan menerbitkan saham baru. Perusahaan dalam menerbitkan sekuritas eksternal akan lebih memilih utang dibandingkan saham untuk mengurangi berbagai biaya yang timbul dari pemilihan antara utang dan saham. Brigham (2007). Dalam kaitannya dengan nilai

perusahaan, *pecking order theory* telah memberikan gambaran bahwa penggunaan utang akan memberikan manfaat sekaligus biaya dan risiko sebagaimana dinyatakan oleh Brigham (2007) yang mengemukakan bahwa penggunaan utang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kerugian bagi perusahaan. Sehingga penggunaan utang yang optimal dan dipertimbangkan terhadap karakteristik spesifik perusahaan (*asset*, pangsa pasar dan kemampuan) akan menghindarkan perusahaan dari risiko gagal pemenuhan kewajiban sehingga perusahaan terhindar dari penurunan kepercayaan investor yang berimplikasi pada menurunnya nilai perusahaan.

Agency Theory

Teori keagenan sudah mulai berkembang berawal dari adanya penelitian oleh Jensen dan Meckling (1976) yang mengacu pada pemenuhan tujuan utama dari manajemen keuangan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Pemegang saham sebagai pemilik perusahaan disebut *principal*. Maksimalisasi kekayaan *principal* akan diserahkan kepada pihak-pihak yang dianggap profesional untuk mengelola perusahaan. Pihak profesional tersebut dalam perusahaan disebut sebagai manajemen, yang dalam teori keagenan disebut sebagai *agent*. Hendriksen dan Michael. (2001:206) menyatakan hubungan manajer dan pemilik sebagai hubungan dua individu untuk lebih memahami informasi ekonomi. Dua individu tersebut *principal* (pemilik, yang disebut sebagai evaluator informasi) dan *agent* (manajer, yang disebut sebagai pengambilan keputusan). *Principal* dipandang sebagai pemberi informasi yang selanjutnya informasi tersebut akan diolah oleh *agent* untuk pengambilan keputusan bagi kepentingan *principal*. Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara *principal* dengan *agen*. Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah pada saat pihak-pihak yang bersangkutan mempunyai tujuan yang berbeda, pemilik modal menghendaki bertambahnya kekayaan dan kemakmuran para pemilik modal, sedangkan manajer juga menginginkan bertambahnya kesejahteraan bagi para manajer.

Pemilik lebih tertarik untuk memaksimalkan kompensasinya. Kontrak yang dibuat antara pemilik dengan manajer diharapkan dapat meminimumkan konflik antar kedua kepentingan tersebut (Indahningrum dan Handayani, 2009). Untuk dapat mencapai tujuan yang diinginkan oleh *principal*, maka *agen* akan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh laba yang sebesar-besarnya dengan biaya yang kecil, karena manajemen tidak menyukai adanya risiko (*risk averse*). Menurut Wibowo dan Rosita, (2009:39), *agency conflict* akan terjadi jika proporsi kepemilikan manajemen atas saham perusahaan kurang dari 100%. Menurut Wahidahwati (2001), konflik keagenan dapat dikurangi melalui beberapa alternatif, yaitu: (1). Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*insider ownership*). Dengan kepemilikan manajerial, manajemen akan merasakan langsung dampak dari setiap keputusannya termasuk dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan. (2). Peningkatan kepemilikan institusional (*institutional investor*) sebagai pihak yang memonitor *agen*. Dengan kepemilikan institusional maka distribusi saham akan lebih menyebar yang nantinya mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen sehingga dapat mengurangi biaya keagenan, (3). Meningkatnya *dividen payout ratio* sehingga akan mengurangi *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari sumber pendanaan dari luar, (4). Meningkatkan penggunaan hutang dalam pendanaan karena dapat menurunkan *excess cash flow* maka *free cash flow* yang tersedia untuk manajer untuk melakukan tindakan-tindakan yang tidak semestinya menjadi terbatas.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011), meneliti kepemilikan manajerial, kepemilikan insitutisional, kebijakan dividen, kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2007-2010. Hasil dari penelitian menunjukkan

kepemilikan manajerial, dan kebijakan dividen, berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan manajemen adalah pihak manajerial dalam suatu perusahaan yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan. Pihak-pihak tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan (Wahidahwati, 2002). Manajemen sangat berperan dalam menjalankan kelangsungan usaha suatu perusahaan. Dimana, manajemen tidak hanya berperan sebagai pengelola perusahaan saja melainkan juga berperan sebagai pemegang saham. Manajemen akan bertanggung jawab atas seluruh kegiatan usaha yang telah dilakukannya dengan melakukan pengungkapan dalam laporan keuangan perusahaan. Manajer sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian yang dilakukan oleh Dewi dan Wirajaya (2013), menunjukkan hasil penelitian didapat bahwa variabel kebijakan dividen, struktur kepemilikan, kebijakan hutang, profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat dari tingkat penjualan, jumlah ekuitas, atau jumlah aktiva yang dimiliki oleh perusahaan tersebut beserta kapitalisasi pasar sahamnya. Faktor ini menjelaskan bahwa suatu perusahaan yang besar akan memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal. Dalam hal ini penjualan lebih besar daripada biaya variabel dan biaya tetap, maka akan diperoleh jumlah pendapatan sebelum pajak. Sebaliknya jika penjualan lebih kecil daripada biaya variabel dan biaya tetap maka perusahaan akan menderita kerugian. Perusahaan yang berada pada pertumbuhan penjualan yang tinggi membutuhkan dukungan sumber daya organisasi (modal) yang semakin besar, demikian juga sebaliknya, pada perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah kebutuhan terhadap sumber daya organisasi (modal) juga semakin kecil. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin kecil ukuran perusahaan, maka semakin kecil pula nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian yang dilakukan oleh Sukrini (2012), menunjukkan hasil penelitian didapat bahwa variabel kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan utang mempunyai hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan yang memiliki tingkat risiko. Risiko tersebut berhubungan dengan risiko pembayaran bunga yang umumnya tidak dapat ditutupi oleh perusahaan. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang menentukan seberapa besar kebutuhan dana perusahaan dibiayai oleh hutang. Solvabilitas (*leverage*) digambarkan untuk melihat sejauh mana aset perusahaan dibiayai oleh hutang dibandingkan dengan modal sendiri. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya leverage keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Tingkat penggunaan hutang dari suatu perusahaan dapat ditunjukkan oleh salah satunya menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas (DER), yaitu rasio jumlah hutang terhadap jumlah modal sendiri.

Perumusan Hipotesis

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian. Dikatakan sementara, karena jawaban yang diberikan baru didasarkan pada teori yang relevan, belum didasarkan pada fakta-fakta empiris yang diperoleh melalui pengumpulan data (Sugiyono, 2011:64). Berdasarkan rumusan masalah dan tinjauan teoritis yang telah

dijabarkan, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. (2) Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. (3) Kebijakan hutang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran Dari Populasi Penelitian

Penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif dengan pendekatan kausal komparatif (*Causal-Comparative Research*). Penelitian kuantitatif adalah penelitian yang menekankan pada pengujian teori-teori melalui pengukuran variabel-variabel penelitian dengan angka dan melakukan analisis data dengan prosedur statistik, sedangkan kausalitas merupakan penelitian yang untuk menyelidiki kemungkinan hubungan sebab-akibat dengan cara berdasar atas pengamatan terhadap akibat yang ada dan mencari kembali faktor yang mungkin menjadi penyebab melalui data tertentu. Dalam penelitian ini menggunakan empat variabel, yaitu kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Populasi penelitian perusahaan telekomunikasi yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia yang menerbitkan *annual reports* pada tahun 2011-2015. Penelitian ini dibatasi pada perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2015 dengan jumlah perusahaan sebanyak 6, yaitu PT Bakrie Telekom Tbk, XL Axiata Tbk, Smartfren Telekom Tbk, Inovisi Infracom Tbk, Indosat Tbk dan Telekomunikasi Tbk.

Teknik Pengambilan Sampel

Dalam penelitian kuantitatif, populasi dihantarkan sebagai wilayah generalisasi yang terdiri atas: obyek atau subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling* yaitu pemilihan sampel dengan mendasarkan pada kriteria tertentu (Sugiyono, 2009: 215). Adapun kriteria pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah: (1) Perusahaan Telekomunikasi yang terdaftar, *go public* dan masih aktif di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011-2015. (2) Perusahaan Telekomunikasi yang dapat diperoleh laporan keuangan tahunan auditan per 31 Desember secara berturut-turut untuk tahun 2011-2015 dinyatakan dalam rupiah. Adapun nama perusahaan sampel yang digunakan dalam penelitian ini, yang tampak pada Tabel 1.

Tabel 1
Nama Perusahaan Sampel

No	Nama Perusahaan	Kode
1	Bakrie Telecom Tbk	BTEL
2	XL Axiata Tbk	EXCL
3	Smartfren Telecom Tbk	FREN
4	Indosat Tbk	ISAT
5	Telekomunikasi	TLKM

Sumber: Data Sekunder diolah, 2017.

Teknik Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dan dikelola sedemikian rupa untuk keperluan penelitian. Data sekunder adalah data yang informasinya diperoleh secara tidak langsung dari perusahaan. Pada penelitian ini data sekunder di dapat dalam bentuk dokumentasi, yaitu data yang diterbitkan oleh pihak-pihak berkompeten (BEI), melalui data laporan keuangan perusahaan telekomunikasi

yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang terdaftar di BEI yang rutin diterbitkan setiap tahunnya dalam bentuk cetakan maupun data *download* internet. Sumber data yang digunakan diperoleh dari BEI, karena di BEI terdapat data-data mengenai laporan keuangan perusahaan telekomunikasi yang telah terdaftar di Galeri Bursa Efek Indonesia (BEI) STIESIA Surabaya. Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan teknik dokumentasi yaitu suatu teknik pengumpulan data dengan mempelajari dan menggunakan laporan keuangan pihak emiten yang menjadi sampel dalam penelitian ini yang diambil dari perpustakaan Bursa Efek Indonesia.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel merupakan objek penelitian, atau apa yang menjadi titik perhatian suatu penelitian (Santoso, 2009:18). Variabel yang digunakan pada penelitian ini adalah variabel independen dan variabel dependen.

Nilai Perusahaan, nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang sering dikaitkan harga saham. Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan perbandingan harga saham/lembar dengan nilai buku/lembar selama periode 2011-2013. Rasio *price to book value* (PBV) dapat dirumuskan sebagai berikut dalam satuan persentase (Husnan, 2007:15) :

$$NP = \frac{\text{Harga Saham/lembar}}{\text{Nilai Buku Saham/lembar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Manajerial, kepemilikan manajemen adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Kepemilikan Manajerial diukur dengan menggunakan rasio antara jumlah saham yang dimiliki manajer atau direksi dan dewan komisaris terhadap total saham yang beredar (Rustendi dan Jimmi, 2008).

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah saham pihak manajerial}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

Ukuran Perusahaan, ukuran perusahaan merupakan total asset yang dimiliki perusahaan pada tahun tertentu. Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan logaritma aktiva (Rahmat, 2009: 326).

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Ln. TA}$$

Kebijakan Hutang, kebijakan hutang merupakan seberapa banyak penggunaan hutang oleh perusahaan sebagai pendanaannya. Jadi besarnya hutang yang digunakan perusahaan dapat dilihat pada nilai DER perusahaan. Nilai DER dapat diukur dengan menggunakan rumus menurut Nugroho (2006), sebagai berikut:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Teknik Analisis Data

Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel mengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya. Dasar pengambilan keputusannya jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas (Ghozali, 2010:89). Untuk menguji apakah distribusi normal atau tidak, salah satunya adalah dengan menggunakan metode analisis grafik dari normal P-P *Plot of*

Regression Standardized Residual, untuk mengetahuinya diasumsikan sebagai berikut: (1) Jika ada titik - titik data yang menyebar disekitar garis normal dan mengikuti arah diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. (2) Jika titik - titik data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal. Maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi tidak kesamaan variabel dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2010:69). Menurut Santoso (2009:210) deteksi adanya heteroskedastisitas adalah deteksi dengan melihat ada tidaknya pada tertentu pada grafik. Dimana sumbu Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual ($Y_{prediksi} - Y_{sesungguhnya}$) yang telah di standardized. Dasar pengambilan keputusan: (1) Jika ada pola, seperti titik yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka terjadi heteroskedastisitas. (2) Jika tidak ada pola yang jelas serta titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas

Uji multikolinieritas untuk menguji model regresi ditemukan ada korelasi antar variabel bebas (independent). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi diantara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi maka variabel - variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel bebas yang nilai antar korelasi antar semua variabel bebas sama dengan 0 (Ghozali, 2010:57). Menurut Santoso (2009:2006), pedoman suatu model regresi yang bebas multikolinieritas adalah: (1) Mempunyai nilai VIF disekitar angka 10. (2) Mempunyai angka *tolerance* mendekati 1.

Uji autokorelasi merupakan pengujian asumsi dalam regresi dimana variabel dependen tidak berkorelasi dengan dirinya sendiri. Maksud korelasi dengan dirinya sendiri adalah bahwa nilai dari variabel dependen tidak berhubungan dengan variabel itu sendiri, baik nilai periode sebelumnya maupun nilai sesudahnya. Cara pendeteksi ada tidaknya autokorelasi adalah dengan uji *Durbin-Watson* (DW test). Uji *Durbin-Watson* hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu dan mensyaratkan adanya konstanta dalam model regresi. Model regresi yang baik adalah model regresi yang bebas dari autokorelasi. Menurut Ghozali, (2010:48) batas nilai dari metode *Durbin-Watson* adalah: (1) Nilai D - W yang besar atau diatas 2 berarti tidak ada autokorelasi negatif. (2) Nilai D - W antara negatif 2 sampai 2 berarti tidak ada autokorelasi atau bebas autokorelasi. (3) Nilai D - W yang kecil atau dibawah negatif 2 berarti ada autokorelasi.

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh dua atau lebih variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini, analisis regresi berganda digunakan untuk memprediksi hubungan antara kepemilikan manajemen, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Adapun persamaan untuk menguji hipotesis secara keseluruhan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$NP = \alpha_0 + \beta_1 KM + \beta_2 UP + \beta_3 KH + \varepsilon_i$$

Keterangan:

NP	: Nilai perusahaan
α	: Konstanta
$\beta_{1,2,3}$: Koefisien variabel bebas
KM	: Kepemilikan manajemen
UP	: Ukuran perusahaan
KH	: Kebijakan hutang
ε	: Error

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel terikat. Nilai koefisien determinasi adalah diantara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel-variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi-variabel dependen. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang tempat relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan; sedangkan untuk data runtut waktu biasanya mempunyai nilai koefisien determinasi yang tinggi (Kuncoro, 2007:100).

Uji Kelayakan Model (*Goodness of Fit*)

Uji kelayakan model yang menunjukkan apakah model regresi fit untuk diolah lebih lanjut. Uji kelayakan model pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat (Kuncoro, 2007:98) Pengujian dilakukan dengan menggunakan signifikan level 0,05 ($\alpha=5\%$). Ketentuan penerimaan atau penolakan hipotesis adalah sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi $F > 0,05$ maka model penelitian dapat dikatakan tidak layak. (2) Jika nilai signifikansi $F \leq 0,05$ maka model penelitian dapat dikatakan layak.

Uji t

Pengujian ini pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas secara individual dalam menerangkan variasi-variabel terikat (Kuncoro, 2007:97). Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significance* level 0,05 ($\alpha=5\%$). Penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan dengan kriteria sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi $t > 0,05$ maka hipotesis ditolak. (2) Jika nilai signifikansi $t \leq 0,05$ maka hipotesis diterima.

PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Pengujian statistik deskriptif digunakan untuk memberikan informasi gambaran umum dari tiap variabel penelitian. Analisis statistik deskriptif memberikan gambaran suatu data dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian. Berikut Tabel 2 yang menjelaskan tentang hasil pengujian statistik dalam penelitian ini.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

<i>Descriptive Statistics</i>					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KM	25	.14	1.51	.5964	.50253
UP	25	16.02	18.93	17.4036	.88955
KH	25	.65	6.19	2.2016	1.39097
NP	25	.20	3.57	1.7776	1.09872
Valid N (listwise)	25				

Sumber: Data Sekunder diolah, 2017.

Berdasarkan Tabel 9, tentang pengujian statistik deskriptif diatas menunjukkan bahwa jumlah observasi (N) dari penelitian ini adalah 25. Pada variabel kepemilikan manajerial menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah 0,14 dan terbesar adalah 1.51. Rata-rata variabel kepemilikan manajerial yang diobservasi adalah sebesar 0.5964 dan standar deviasi sebesar 0.50253. Pada variabel ukuran perusahaan menunjukkan bahwa nilai yang terkecil

adalah 16.02 dan terbesar adalah 18.93. Rata-rata ukuran perusahaan dalam penelitian ini adalah sebesar 17.4036. Standar deviasi ukuran perusahaan dalam penelitian ini sebesar 0.88955. Pada variabel kebijakan hutang menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah 0.65 dan terbesar adalah 6.19. Rata-rata kebijakan hutang dalam penelitian ini adalah sebesar 2.2016. Standar deviasi kebijakan hutang dalam penelitian ini sebesar 1.39097. Pada variabel nilai perusahaan menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah 0.20 dan terbesar adalah 3,57. Rata-rata variabel nilai perusahaan dalam penelitian ini adalah sebesar 1,7776. Standar deviasi nilai perusahaan dalam penelitian ini sebesar 1.09872.

Uji Normalitas

Uji Normalitas merupakan suatu alat uji yang digunakan untuk menguji apakah dari variabel-variabel yang digunakan dalam model regresi mempunyai distribusi normal atau tidak. Pendekatan Kolmogorov Smirnov, dasar pengambilan keputusan, yaitu dengan melihat Nilai Probabilitas > 0,05, maka hal ini berarti bahwa data tersebut berdistribusi normal. Hasil dari Uji Normalitas nampak pada Tabel 2.

Tabel 2
Hasil Uji Normalitas

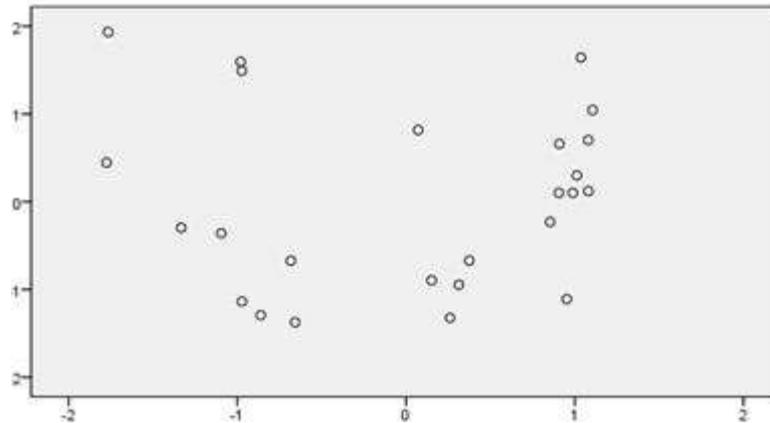
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		<i>Unstandardized Residual</i>
N		25
<i>Normal Parameters^a</i>	<i>Mean</i>	.0000000
	<i>Std. Deviation</i>	.48308157
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	.115
	<i>Positive</i>	.115
	<i>Negative</i>	-.089
Kolmogorov-Smirnov Z		.575
Asymp. Sig. (2-tailed)		.895
<i>a. Test distribution is Normal.</i>		

Sumber: Data Sekunder diolah, 2017

Berdasarkan pada Tabel 2, dapat diketahui bahwa besarnya nilai dari Kolmogorov Smirnov Tes sebesar 0,895 dan nilai *Asymp sig (2-tailed)* sebesar 0,895 > 0,050, hal ini sesuai dengan ketentuan yang telah ditetapkan maka dapat disimpulkan bahwa data tersebut berdistribusi normal dan dapat digunakan dalam penelitian

Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi tidak kesamaan variabel dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas. Hasil dari pengujian Heteroskedastisitas, yang nampak pada Gambar 1.



Sumber: Data Sekunder diolah, 2017
Gambar 1
Hasil Pengujian Heteroskedastisitas

Berdasarkan Gambar 1, terlihat titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas, serta tersebar di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gangguan heteroskedastisitas pada model regresi. Hal ini menunjukkan bahwa hasil estimasi regresi linier berganda layak digunakan untuk interpretasi dan analisa lebih lanjut.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas untuk menguji model regresi ditemukan ada korelasi antar variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi diantara variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang. Jika variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang saling berkorelasi maka variabel ini tidak ortogonal. Hasil dari Uji Multikolinieritas nampak pada Tabel 3.

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinearitas
Coefficients^a

Model	Collinearity Statistics		Keterangan
	Tolerance	VIF	
1 (Constant)			
KM	.817	1.224	Bebas Multikolinearitas
UP	.662	1.511	Bebas Multikolinearitas
KH	.792	1.263	Bebas Multikolinearitas

a. *Dependent Variable: NP*

Sumber: Data Sekunder diolah, 2017

Berdasarkan Tabel 3, menunjukkan bahwa nilai *tolerance* dari variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang kurang dari 1 sedangkan nilai VIF < 10. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang yang digunakan dalam model regresi penelitian ini adalah terbebas dari multikolinieritas, dengan kata lain dapat dipercaya dan obyektif, sehingga variabel tersebut dapat digunakan dalam penelitian.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi merupakan pengujian asumsi dalam regresi dimana variabel nilai perusahaan tidak berkorelasi dengan dirinya sendiri. Cara pendeteksi ada tidaknya autokorelasi adalah dengan uji Durbin-Watson (DW test). Uji Durbin-Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu dan mensyaratkan adanya konstanta dalam model regresi. Model regresi yang baik adalah model regresi yang bebas dari autokorelasi. Hasil dari Uji Autokorelasi nampak pada Tabel 4.

Tabel 4
Hasil Uji Autokorelasi
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.898 ^a	.807	.779	.51644	.994

a. Predictors: (Constant), KH, KM, UP
b. Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder diolah, 2017

Mendeteksi adanya autokorelasi dapat dilakukan dengan menggunakan *Durbin Watson*. Dari hasil pada Tabel 4, menunjukkan angka *Durbin Watson* sebesar 0,994. Nilai tersebut berada diantara -2 sampai +2 sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi atau terbebas dari autokorelasi, maka dapat digunakan untuk pengujian lebih lanjut.

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh dua atau lebih variabel nilai perusahaan terhadap variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang. Dalam penelitian ini, analisis regresi berganda digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Hasil dari Analisis Regresi Linier Berganda yang nampak pada Tabel 5.

Tabel 5
Hasil Analisis Regresi Linier Berganda
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	8.061	2.572		3.134	.005
	KM	.972	.232	.444	4.187	.000
	UP	.560	.146	.454	3.848	.001
	KH	.225	.085	.285	2.642	.015

a. Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder diolah, 2017

Berdasarkan Tabel 5, dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$NP = 8.061 + 0.972 KM + 0.560 UP + 0.225 KH + e$$

Berdasarkan pada model persamaan regresi tersebut di atas, dapat diinterpretasikan, yaitu sebagai berikut: (1) Koefisien regresi kepemilikan manajerial, besarnya nilai koefisien regresi kepemilikan manajerial sebesar 0.972, nilai koefisien regresi ini bersifat positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini mengindikasikan bahwa kenaikan kepemilikan saham oleh pihak manajerial, maka dapat meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0.972. (2) Koefisien regresi ukuran perusahaan, besarnya nilai koefisien regresi ukuran perusahaan sebesar 0.560, nilai koefisien regresi ini bersifat positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin meningkatnya ukuran perusahaan maka dapat juga meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0.560. (3) Koefisien regresi kebijakan hutang, besarnya nilai koefisien regresi kebijakan hutang sebesar 0.225, nilai koefisien regresi ini bersifat positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kebijakan hutang dengan nilai perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar hutang dari perusahaan, maka dapat meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0.225.

Uji Koefisien Determinasi Berganda (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel nilai perusahaan. Nilai koefisien determinasi adalah diantara nol dan satu. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang tempat relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan; sedangkan untuk data runtut waktu biasanya mempunyai nilai koefisien determinasi yang tinggi. Hasil dari Uji Koefisien Determinasi Berganda, yang nampak pada Tabel 6.

Tabel 6
Hasil Uji Koefisien Determinasi Berganda (R^2)

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.898 ^a	.807	.779	.51644

a. Predictors: (Constant), KH, KM, UP
b. Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder diolah, 2017

Hasil Uji koefisien determinasi berganda pada Tabel 6, dapat diketahui R^2 sebesar 0,807 atau 80.7% yang menunjukkan kontribusi dari variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2015. Sedangkan sisanya 19.3% dikontribusi oleh faktor lainnya diluar model penelitian yang digunakan. Koefisien korelasi berganda digunakan untuk mengukur keeratan hubungan secara simultan antara variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Koefisien korelasi berganda ditunjukkan dengan (R) sebesar 0,898 atau 89.8% yang mengindikasikan bahwa korelasi atau hubungan antara variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Uji Kelayakan Model (*Goodness of Fit*)

Uji kelayakan model yang menunjukkan apakah model regresi *fit* untuk diolah lebih lanjut. Uji kelayakan model pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel nilai perusahaan. Pengujian dilakukan dengan menggunakan signifikan level 0,05 ($\alpha=5\%$). Hasil dari Uji Kelayakan Model, yang nampak pada Tabel 7.

Tabel 7
Hasil Uji Kelayakan Model
ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	<i>Regression</i>	23.372	3	7.791	29.210	.000 ^a
	<i>Residual</i>	5.601	21	.267		
	<i>Total</i>	28.972	24			

a. Predictors: (Constant), KH, KM, UP
b. Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder diolah, 2017

Berdasarkan perhitungan pada Tabel 7, menunjukkan bahwa F hitung sebesar 29.210 dengan sig 0,000. Dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar $\alpha = 0,05$, maka H0 berhasil ditolak dan H1 berhasil diterima. Penolakan H0 dibuktikan dengan hasil perhitungan bahwa nilai sig 0,000 kurang dari $\alpha = 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan dalam penelitian layak untuk diuji lebih lanjut.

Uji t

Pengujian ini pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas secara individual dalam menerangkan variabel nilai perusahaan. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significance* level 0,05 ($\alpha=5\%$). Hasil dari Uji t, yang nampak pada Tabel 8.

Tabel 8
Hasil Uji t

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	8.061	2.572			3.134	.005
	KM	.972	.232	.444	4.187	.000
	UP	.560	.146	.454	3.848	.001
	KH	.225	.085	.285	2.642	.015

a. Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder diolah, 2017

Berdasarkan hasil Uji t pada Tabel 8, dapat diperoleh: (1) Pengujian pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan menghasilkan nilai signifikansi 0,000 atau nilai signifikansi $< 0,05$, dengan arah positif terhadap nilai perusahaan, hal ini sesuai dengan hipotesis yang dirumuskan yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan demikian hipotesis pertama diterima. (2) Pengujian pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan

menghasilkan nilai signifikansi 0,001 atau nilai signifikansi $< 0,05$, dengan arah positif terhadap nilai perusahaan, hal ini sesuai dengan hipotesis yang dirumuskan yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan demikian hipotesis kedua diterima. (3) Pengujian pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan menghasilkan nilai signifikansi 0,015 atau nilai signifikansi $< 0,05$, dengan arah positif terhadap nilai perusahaan, hal ini sesuai dengan hipotesis yang dirumuskan yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan demikian hipotesis ketiga diterima.

Pembahasan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis penelitian yang pertama menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan pengujian statistik menunjukkan bahwa hipotesis pertama penelitian terbukti. Hal ini ditunjukkan dengan tingkat signifikan sebesar 0.000. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) dengan hasil pengujiannya yang menyatakan bahwa adanya hubungan positif dan signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan, hal ini mengindikasikan bahwa kepemilikan manajemen yang besar akan efektif untuk mengawasi aktivitas perusahaan. Selain itu, semakin besar kepemilikan saham oleh manajemen maka berkurang kecenderungan manajemen untuk mengoptimalkan penggunaan sumber daya sehingga mengakibatkan kenaikan nilai perusahaan. Kepemilikan manajemen adalah pihak manajerial dalam suatu perusahaan yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan. Pihak-pihak tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan (Wahidahwati, 2002). Manajemen sangat berperan dalam menjalankan kelangsungan usaha suatu perusahaan. Dimana, manajemen tidak hanya berperan sebagai pengelola perusahaan saja melainkan juga berperan sebagai pemegang saham. Manajemen akan bertanggung jawab atas seluruh kegiatan usaha yang telah dilakukannya dengan melakukan pengungkapan dalam laporan keuangan perusahaan. Manajer sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga. Kepemilikan manajemen yang tinggi juga mengakibatkan kinerja para manajemen yang maksimal, sehingga kepemilikan saham yang dimiliki oleh dewan direksi, manajemen, manajer dapat meningkatkan mekanisme nilai perusahaan. Sebab, kepemilikan manajemen yang tinggi selain berhubungan dengan nilai perusahaan juga berhubungan dengan meningkatnya saham perusahaan, sehingga banyak investor yang menginvestasikan sahamnya kepada perusahaan sehingga dapat juga meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis penelitian yang kedua menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan pengujian statistik menunjukkan bahwa hipotesis kedua penelitian terbukti. Hal ini ditunjukkan dengan tingkat signifikan sebesar 0.001. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi dan Wijaya (2013), dengan hasil pengujiannya yang menyatakan bahwa adanya hubungan positif dan signifikan antara ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, hal ini yang berarti bahwa semakin besar ukuran perusahaan dari sebuah perusahaan maka semakin meningkat pula nilai perusahaan tersebut. Ukuran perusahaan yang merupakan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat dari tingkat penjualan, jumlah ekuitas, atau jumlah aktiva yang dimiliki oleh perusahaan tersebut beserta kapitalisasi pasar sahamnya. Faktor ini menjelaskan bahwa suatu perusahaan yang besar akan memiliki akses yang lebih mudah ke

pasar modal. Ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat dari tingkat penjualan, jumlah ekuitas, atau jumlah aktiva yang dimiliki oleh perusahaan tersebut beserta kapitalisasi pasar sahamnya. Besar kecilnya ukuran perusahaan akan berpengaruh pada struktur modal dengan didasarkan pada kenyataan bahwa pada perusahaan besar dapat membiayai investasinya dengan mudah lewat pasar modal karena mempunyai tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi dan kecilnya informasi asimetris terjadi. Investor dapat memperoleh lebih banyak informasi dari perusahaan besar jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Jadi, dengan diperolehnya dana lewat pasar modal menjadikan proporsi hutang menjadi semakin kecil dalam struktur modalnya. Faktor ini menjelaskan bahwa suatu perusahaan yang besar akan memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal. Dalam hal ini penjualan lebih besar daripada biaya variabel dan biaya tetap, maka akan diperoleh jumlah pendapatan sebelum pajak. Sebaliknya jika penjualan lebih kecil daripada biaya variabel dan biaya tetap maka perusahaan akan menderita kerugian. Perusahaan yang berada pada pertumbuhan penjualan yang tinggi membutuhkan dukungan sumber daya organisasi (modal) yang semakin besar, demikian juga sebaliknya, pada perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah kebutuhan terhadap sumber daya organisasi (modal) juga semakin kecil. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin kecil ukuran perusahaan, maka semakin kecil pula nilai perusahaan

Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis penelitian yang ketiga menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan pengujian statistik menunjukkan bahwa hipotesis ketiga penelitian terbukti. Hal ini ditunjukkan dengan tingkat signifikan sebesar 0.015 Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sukrini (2012), menunjukkan bahwa kebijakan hutang mempunyai hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan, hal ini yang berarti bahwa tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan. Tingkat penggunaan hutang dari suatu perusahaan dapat ditunjukkan oleh salah satunya menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas (DER), yaitu rasio jumlah hutang terhadap jumlah modal sendiri. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya leverage keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Penggunaan hutang dapat untuk mengurangi *agency conflict* dan asimetri informasi perusahaan mengeluarkan hutang berarti memberikan signal kepada investor akan kemampuan kondisi keuangan perusahaan di masa depan. Kebijakan hutang perusahaan yang merupakan hasil pembagian antara kewajiban jangka panjang dengan jumlah total antara kewajiban jangka panjang dan modal sendiri. Pendanaan dari luar akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen disamping itu utang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajemen.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Dari hasil pembahasan dan analisa yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, maka dapat disimpulkan: (1) Hasil penelitian dengan menggunakan Uji kelayakan model, menunjukkan bahwa model yang digunakan dalam penelitian layak untuk digunakan dalam penelitian lebih lanjut. (2) Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan arah koefisien positif. Hal ini menunjukkan semakin besar kepemilikan saham oleh manajemen maka berkurang kecenderungan manajemen untuk mengoptimalkan penggunaan sumber daya sehingga

mengakibatkan kenaikan nilai perusahaan, dengan adanya kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka dapat menimbulkan dugaan bahwa nilai perusahaan dapat meningkat jika kepemilikan manajemen meningkat, kepemilikan manajemen yang besar akan efektif untuk mengawasi aktivitas perusahaan. (3) Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan arah koefisien positif. Penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan dari sebuah perusahaan maka semakin meningkat pula nilai perusahaan tersebut. Ukuran perusahaan yang merupakan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat dari tingkat penjualan, jumlah ekuitas, atau jumlah aktiva yang dimiliki oleh perusahaan tersebut beserta kapitalisasi pasar sahamnya. (4) Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan arah koefisien positif. Hal ini menunjukkan kebijakan hutang mempunyai hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan, hal ini yang berarti bahwa tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan

Saran

Berdasarkan pembahasan serta kesimpulan yang telah dikemukakan tentang pengaruh kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan, maka saran yang dapat diajukan adalah sebagai berikut: (1) Bagi pihak manajemen hendaknya mampu mengelola modal kerja, utang dan penjualan dengan baik agar perusahaan mampu menghasilkan keuntungan sesuai dengan yang diharapkan oleh investor. (2) Penelitian ini dilakukan dalam periode 2011-2015. Dengan sampel sebanyak 5 sampel. Untuk penelitian selanjutnya, hendaknya perlu memperbesar ukuran sampel misalnya dengan menambah jumlah perusahaan yang menjadi objek penelitian dan menambah tahun pengamatan penelitian, sehingga diperoleh sampel yang lebih besar dan memberikan kemungkinan yang lebih besar untuk memperoleh kondisi yang sebenarnya. (3) Penelitian selanjutnya dapat menggunakan objek lain, tidak hanya pada perusahaan Telekomunikasi yang terdaftar di BEI, tetapi juga industri dari sektor lainnya misalnya manufaktur dan lain-lain atau berasal dari semua jenis perusahaan publik.

DAFTAR PUSTAKA

- Andinata, W. 2010. Analisis Pengaruh Profitabilitas dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Program Studi Manajemen. Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Baridwan, Z. 2004. *Intermediate Accounting*. Edisi Kedelepan BPFE. Yogyakarta.
- Borolla. 2011. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai. Perusahaan. *Jurnal Prestasi*. 7 (1): 21-41.
- Brigham, E. F. 2007 *Manajemen Keuangan*. Erlangga. Jakarta.
- _____. dan J. F. Houston. 2009. *Accounting Management*. Prantice Inc. New Jersey.
- Terjemahan A. A. Yulianto. 2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Salemba Empat. Jakarta.
- Christiawan, Y. J. dan J. Tarigan. 2007. Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 9 (1).
- Dewi, A. S. M. dan A. Wirajaya. 2013. Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol 4. (2).
- Diyah, P. dan W. Erman. 2009. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Akuntansi Ventura*. 12(1).
- Epstein, M. J dan F. Martin. 1994. Social Disclosure and the Individual Investor. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. 7(4).

- Febrianti, L. 2010. Pengaruh Rasio Likuiditas, Solvabilitas, dan Rentabilitas Ekonomi Terhadap Total Return Saham Perusahaan LQ-45 Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2004-2009. *Skripsi*. Program Studi Manajemen. Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ghozali, I. 2010. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Halim, S. 2009. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keenam. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Hendriksen, E. S, dan B. Michael. 2001. *Teori Akuntansi*. Edisi Kelima. Salemba Empat. Jakarta.
- Husnan. S. 2007. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang*. Penerbit BPFE. Yogyakarta.
- Indahningrum, R P. dan R, Handayani. 2009. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 11.(3).
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3. (1).
- Kuncoro, M. 2007. *Metode Kuantitatif, Teori dan Aplikasi Untuk Bisnis*. UPP AMP YKPM. Yogyakarta.
- Mahadwartha, P. A. dan J. Hartono. 2007. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Independensi Antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi V*.
- Myers, S. C dan N. S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*. 13.
- Nugroho, B. A. 2006. *Manajemen Perbankan*. BPFE. Yogyakarta.
- Rahmat. S. 2009. Pengaruh Growth Opportunity dan Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Program Studi Manajemen. Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Diponegoro. Semarang
- Raharjo, B. 2005. *Laporan Keuangan Perusahaan*. Cetakan Kedua. IKAPI. Yogyakarta.
- Riyanto, B. 2010. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi 4. Salemba Empat. Jakarta.
- Rustendi, T. dan F. Jimmi. 2008. Pengaruh Hutang dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur (Survey Pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi*. 3(1).
- Santoso, S, 2009, *Statistik Parametrik Konsep dan Aplikasi dengan SPSS*, PT Elex Media. Komputindo. Jakarta.
- Soesetio, Y. 2008. Kepemilikan Manajerial dan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. 12(3).
- Sofyaningsih, S. dan P. Hardiningsih. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang Dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*. 3 (1).
- Sugiarto. 2009. *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri*. Graha Ilmu. Yogyakarta.
- Sugiyono. 2009. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*, Cetakan Kedelapan. IKAPI. Bandung.
- _____. 2011. *Metode Penelitian Bisnis*. Edisi Kesebelas. Alfabeta. Bandung.
- Suharli, M. 2006. Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi Pada equity Securities Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang Pada Perusahaan Publik di Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi X*. Makasar.
- Sukrini, D. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal*. 1 (2).

- Taswan, Dan E. Solihah. 2002. Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang Dan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan Serta Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya, *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*. 10 (2).
- Untung, W. dan Hartini. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan : Dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9*. Padang.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Simposium Nasional Akuntansi IV*: 1084-1107.
- Wibawa, A dan L. Wijaya. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Program Studi Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Islam Negeri. Jakarta.
- Wibowo, A. B. dan A. Rosita. 2009. Pengujian Teori Pecking Order Pada Perusahaan-perusahaan Non Keuangan LQ45 Periode 2001-2005. *Manajemen Usahawan Indonesia*. 12. (2).