

**PENGARUH KEBIJAKAN UTANG PADA NILAI PERUSAHAAN DENGAN
KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL SEBAGAI VARIABEL MODERASI
(Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)**

I Wayan Purwanta Suta
Putu Ayu Anggya Agustina
I Nyoman Sugiarta
Jurusan Akuntansi Politeknik Negeri Bali
Kampus Bukit Jimbaran-Bali Telp. +62361701981 Ext.144

Abstrak: Nilai perusahaan yang tinggi dapat mencerminkan kemakmuran bagi pemegang saham. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kebijakan utang pada nilai perusahaan dengan kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi. Penelitian ini menggunakan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Jumlah sampel yang digunakan sebanyak 125 perusahaan, dengan metode *nonprobability sampling*, khususnya teknik *purposive sampling*. Teknik analisis data yang digunakan adalah *Moderated Regression Analysis* (MRA). Berdasarkan hasil analisis penelitian ditemukan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Hal ini berarti kebijakan utang yang ditetapkan oleh perusahaan tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada nilai perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan yang kuat dalam mempengaruhi hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan. Artinya, semakin tinggi nilai *Debt to Equity Ratio* (DER) yang diikuti dengan kenaikan persentase kepemilikan institusional, maka akan meningkatkan nilai perusahaan.

Kata kunci: Kebijakan utang, Kepemilikan Institusional, Nilai perusahaan, ICMD.

Abstract: *High corporate value can reflect the shareholders wealth. The purpose of this study is to determine the consequence of debt policy on the company value with institutional ownership as a moderating variable. This study uses the Indonesian Capital Market Directory (ICMD). The samples number are 125 companies, with nonprobability sampling methods, particularly purposive sampling technique. Data analysis technique used is Moderated Regression Analysis (MRA). Based on the analysis of the research found that the debt policy has no effect on the value of the company. This means that the debt policy set by the company did not have a significant influence on the value of the company. The results also show that institutional ownership has a significant influence powerful in influencing the relationship between debt policy and corporate value. That is, the higher the value of Debt to Equity Ratio (DER), followed by the increase in the percentage of institutional ownership, it will increase the value of the company.*

Keywords: *debt policy, Institutional Ownership, Value Companies, ICMD.*

PENDAHULUAN

Memaksimalkan nilai perusahaan merupakan tujuan yang utama dalam rangka memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Nilai perusahaan akan tercermin pada harga saham di bursa saham (Kontesa, 2015). Pencapaian perusahaan dalam memaksimalkan nilai perusahaan dapat dicapai dengan melaksanakan fungsi manajemen keuangan melalui pemberian kebijakan keuangan untuk mempengaruhi keputusan keuangan lainnya (Sukirni, 2012).

Nilai perusahaan yang tinggi akan memberikan *return* bagi pemegang saham, sehingga nilai tersebut akan dipandang investor sebagai informasi yang penting dalam mengambil keputusan investasi. Investor menginvestasikan dana bertujuan memaksimalkan kekayaan yang didapat dari dividen atau *capital gain*, sedangkan manajemen berusaha memaksimalkan kesejahteraan investor dengan membuat keputusan yang tepat berupa

kebijakan dividen dan pendanaan. Manajemen harus memperhatikan manfaat dan biaya yang ditimbulkan ketika berpikir untuk menggunakan dana dari pendanaan internal (*retained earnings* atau depresiasi) atau eksternal (utang dan ekuitas) atau kedua-duanya. Hal itu dikarenakan setiap sumber dana mempunyai konsekuensi dan karakteristik finansial yang berbeda (Meythi, 2012).

Di samping itu, manajemen perlu memperhatikan manfaat dan biaya tersebut agar dapat mengurangi keinginan manajer untuk membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal atau dapat mengurangi *agency cost*. Kesalahan manajemen dalam mengambil kebijaksanaan akan mengalami risiko kebangkrutan bagi perusahaan. Penggunaan utang yang tinggi juga akan meningkatkan risiko kebangkrutan, maka manajer perlu berhati-hati karena risiko utang bersifat *nondiversifiable* yang artinya bahwa perusahaan yang menggunakan utang dalam pendanaannya dan tidak mampu melunasi kembali utang tersebut maka akan terancam likuiditasnya.

Andini dan Wirawati (2014) mengatakan bahwa para manajer diharapkan dapat melakukan tindakan yang terbaik bagi perusahaan dengan memaksimalkan nilai perusahaan untuk pencapaian kemakmuran pemilik saham. Pencapaian tujuan tersebut didukung dengan sifat kepercayaan dari pemilik modal yang menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajer (Indahningrum dan Handayani, 2009). Hal-hal yang perlu dipertanggungjawabkan oleh manajer antara lain: 1) keputusan alokasi dana baik yang berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan untuk investasi, 2) menyangkut keputusan pembelanjaan, dan 3) menyangkut keputusan dividen.

Dilain pihak keputusan yang diambil manajer cenderung untuk melindungi dan memenuhi kepentingan mereka terlebih dahulu daripada memenuhi kepentingan pemilik sehingga menimbulkan suatu konflik yang disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*). Terjadinya konflik keagenan diakibat oleh manajemen yang menerapkan kebijakan utang ketika manajer tersebut mengambil proyek yang berisiko lebih tinggi dari pada yang diperkirakan oleh kreditor.

Persaingan bisnis di era Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) membuat setiap perusahaan perlu meningkatkan daya saing untuk bertahan dan tumbuh berkelanjutan serta menjadi perusahaan yang kompetitif. Salah satu sektor perusahaan yang berkembang pesat sampai saat ini adalah perusahaan manufaktur. Dalam penelitiannya Ulya (2014), sektor manufaktur memiliki rata-rata pertumbuhan harga saham yang paling tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan sektor lain yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan manufaktur merupakan kelompok perusahaan industri yang semakin berkembang pesat dalam kegiatan bisnis dengan nilai transaksi yang sangat besar yang diwujudkan dengan tingkat harga sahamnya.

Aswicahyono (2014), dalam penelitiannya mengatakan, belakangan ini perusahaan manufaktur di BEI sedang mengalami permasalahan. Dikatakan pula bahwa, industri manufaktur di Indonesia mempunyai tujuh permasalahan: 1) kurs rupiah yang menguat berdasarkan kenyataan nilai tukar efektif (*Real Effective Exchange Rate*) yang diiringi dengan meningkatnya permintaan keperluan pokok masyarakat atau komoditas. 2) peningkatan upah buruh yang tidak diiringi dengan pertumbuhan produktivitas. Jika melihat perbandingan upah tenaga kerja di negara tetangga dengan upah tenaga kerja Indonesia akan jauh terlihat lebih mahal upah tenaga kerja di Indonesia. Sejak tahun 2011, *Unit Labour Cost* (ULC) Indonesia dapat berada di atas rata-rata ULC Malaysia dan Filipina. 3) produktivitas Indonesia sudah terlihat memburuk dari tahun 1996 sehingga di tahun 2009 menjadi salah satu yang terendah. 4) jaringan produksi global di Indonesia masih tertinggal, terutama pada produk garmen dan elektronik. 5) masih tingginya tingkat korupsi dan buruknya iklim investasi. 6) minimnya infrastruktur diakibatkan oleh kinerja logistik yang masih lemah. 7) kualitas sumber daya manusia di Indonesia masih lemah. Menurut Tangkas (2014), tanpa infrastruktur yang memadai industri akan sulit meningkatkan produktivitas terlebih lagi untuk mendorong kinerja ekspor.

Berikut ini dapat ditunjukkan Gambar 1 mengenai grafik data rata-rata nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015 yang diukur dengan rasio *Price to Book Value* (PBV).

Gambar 1. Grafik Data Rata-Rata Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2015 dengan Rasio PBV



Gambar 1 menunjukkan bahwa rata-rata nilai perusahaan berfluktuasi dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2015. Fluktuasi tersebut dapat ditunjukkan melalui rasio PBV yang diawali dari tahun 2011 sebesar 2,45. Kemudian menurun menjadi 2,32 di tahun 2012, meningkat menjadi 2,48 di tahun 2013, menurun menjadi 1,58 di tahun 2014, dan menurun menjadi 1,54 di tahun 2015. Umumnya pertumbuhan perusahaan yang baik mempunyai rasio PBV lebih besar dari satu. Rasio PBV yang lebih besar dari satu artinya nilai pasar saham lebih besar dari pada nilai buku perusahaan atau dengan kata lain semakin tinggi rasio PBV, maka pasar akan semakin percaya pada prospek perusahaan tersebut. Kemudian pasar akan memberikan informasi mengenai laporan keuangan perusahaan bagi pengguna informasi, sehingga investor mendapatkan sinyal dari informasi pasar. Dilihat dari data rata-rata nilai perusahaan manufaktur yang sudah diolah dan disajikan dalam bentuk grafik tidak ada nilai dari rasio PBV yang kurang dari satu, namun dalam kenyataannya masih ada beberapa perusahaan manufaktur yang memiliki rasio PBV kurang dari satu.

Jika dikaitkan dengan fenomena dan permasalahan yang terjadi pada perusahaan manufaktur terkait dengan nilai perusahaan, dapat diketahui bahwa perusahaan manufaktur memiliki skala produksi yang cukup besar dalam hal pengembangan produk dan pangsa pasar sehingga penggunaan dana diperlukan cukup besar. Penggunaan dana ini, tentunya berkaitan dengan keputusan manajemen yaitu kebijakan utang. Jensen dan Meckling (1976) menekankan bahwa mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan yaitu dengan menggunakan utang. Adanya utang tersebut, maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pinjaman. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan arus kas bebas dalam membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal, sehingga investor dapat melihat bahwa perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang baik.

Kebijakan pendanaan yang optimal akan meningkatkan nilai perusahaan melalui penurunan pajak dan menurunnya biaya ekuitas. Penelitian Thalib dan Miftahurrohman (2014) menegaskan bahwa kebijakan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Namun penelitian Nainggolandan Listiadi (2014), mengatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian oleh Ferina, dkk. (2015), bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengelolaan perusahaan oleh manajemen akan lebih baik jika dalam perusahaan terdapat institusi/lembaga yang mendampingi perusahaan untuk memonitor setiap kegiatan yang dilakukan manajemen. Hal ini penting dilakukan untuk mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham sehingga dapat mengatasi konflik keagenan. Kepemilikan saham oleh manajemen seperti kepemilikan institusional adalah alternatif lain yang digunakan untuk mengatasi konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Kepemilikan institusional ini berkaitan dengan penilaian investor terhadap tata kelola (*corporate governance*) suatu perusahaan. Investor institusional dapat meliputi perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain. Investor institusional

diharapkan mengambil bagian dalam setiap aktivitas internal perusahaan sehingga mampu mengawasi setiap tindakan oportunistik manajer (Rachman, 2012). Suatu perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan institusional yang lebih dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian Damayanti dan Suartana (2014), dan Mukhtaruddin, *et al.* (2014) bahwa kepemilikan institusional dinyatakan memiliki pengaruh positif pada nilai perusahaan. Ditegaskan pada penelitian oleh Thanatawee (2014) bahwa ada pengaruh positif antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Namun penelitian yang dilakukan oleh Mokhtari dan Makerani (2013) menyatakan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Hal ini diharapkan dengan adanya kepemilikan institusional, suatu perusahaan dapat mengambil kebijakan utang dengan tepat yang dapat memberikan pengaruh pada nilai perusahaan.

Selama ini, penelitian mengenai kebijakan utang dan kepemilikan institusional pada nilai perusahaan telah banyak dilakukan. Namun, masih ada ketidakkonsistenan pada hasilnya. Hal ini penelitian mengenai kebijakan utang dan kepemilikan institusional perlu diteliti kembali dengan kepemilikan institusional sebagai nilai tambah variabel yang mendukung pengaruh kebijakan utang pada nilai perusahaan. Rumusan masalah yang dikemukakan dalam penelitian ini adalah : 1) bagaimana pengaruh kebijakan utang pada nilai perusahaan? 2) Apakah kepemilikan institusional mempengaruhi hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan? Sedangkan tujuan penelitian ini: 1) Untuk mengetahui pengaruh kebijakan utang pada nilai perusahaan. 2) Untuk mengetahui apakah kepemilikan institusional mempengaruhi hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan. Adapun penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi pada teori keagenan, teori struktur modal, dan struktur kepemilikan dalam rangka pengembangan ilmu pengetahuan, khususnya mengenai pengaruh kebijakan utang pada nilai perusahaan dengan kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi dan dapat memberikan referensi bagi perusahaan yang memerlukan informasi dari penelitian untuk dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan manajemen.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang mana data tersebut diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan manufaktur tahun 2011–2015 yang menggunakan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Objek pada penelitian ini adalah kebijakan utang dari *Debt to Equity Ratio* (DER), kepemilikan institusional dari nilai presentase kepemilikan institusional, dan nilai perusahaan dari *Price Book Value* (PBV) pada laporan keuangan dan laporan tahunan. Jumlah observasi adalah 625 perusahaan dan jumlah sampel 125, dengan metode *nonprobability sampling*, khususnya teknik *purposive sampling*. Teknik analisis data adalah *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan bantuan program *Statistical Product and Service Solution* (SPSS). Model persamaan MRA adalah: $Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_1X_2 + e$

1. Definisi operasional variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Nilai perusahaan (Y) diukur dengan rasio pasar yaitu *Price Book Value* (PBV), yang menunjukkan bagaimana suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Semakin tinggi nilai PBV perusahaan, maka pasar akan percaya pada prospek perusahaan tersebut di masa yang akan datang. Rumus PBV adalah (Mardalis, 2008:26):

$$PBV = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per Share}}$$

Market Price per Share (harga pasar per saham) yang dipakai adalah *closing price* (harga penutupan harian) yang dirata-ratakan per tahun. Sedangkan *Book Value Per Share* (nilai buku

per lembar saham) didapatkan dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$BVpS = \frac{\text{Total Ekuitas}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

- 2) Kebijakan utang diukur (X_1) dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER), yang merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dan ekuitas (Kasmir, 2012:201). Hal ini berarti bahwa rasio ini berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah dan modal perusahaan sendiri yang dijadikan jaminan utang kepada kreditor. Rasio DER dapat diukur dengan rumus sebagai berikut.

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

- 3) Kepemilikan institusional (X_2) adalah tingkat kepemilikan saham institusional dalam perusahaan, diukur oleh proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang dinyatakan dalam presentase. Pengukuran kepemilikan institusional dapat dilakukan dengan cara berikut (Sartono, 2010:487).

$$\text{Kepemilikan Institusional (KI)} = \frac{\text{Jumlah Saham Institusional}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}} \times 100\%$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Jumlah observasi 625 perusahaan dengan jumlah sampel 125 yang diseleksi sesuai dengan kriteria *purposive sampling* yang telah ditetapkan sebelumnya. Hasil analisis sampel disajikan pada Tabel 1 berikut.

Tabel 1. Proses Seleksi Sampel dengan *Purposive Sampling*

No.	Kriteria	Akumulasi
1	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama tahun pengamatan dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2015.	155
2	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang tidak mempublikasikan laporan keuangan yang telah diaudit selama tahun pengamatan dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2015.	28
3	Perusahaan yang tidak melaporkan laporan keuangannya dengan mata uang rupiah.	2
	Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel	125
	Jumlah observasi 2011-2015	625

Hasil pengujian statistik deskriptif masing-masing variabel disajikan pada Tabel 2 berikut.

Tabel 2. Deskripsi Statistik

	N	Minimum	Maximum	Sum	Mean	Std. Deviation
Y	625	-17,41	58,48	1539,08	2,4625	6,13287
X_1	625	-31,78	40,37	764,71	1,2235	3,40956
X_2	625	,00	99,39	33946,85	54,3150	25,25312
$X_1 X_2$	625	-985,18	1251,47	40295,55	64,4729	122,52476
Valid N (listwise)	625					

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan sebelum analisis regresi moderasi agar model regresi dapat dianalisis dengan baik, sehingga hasil perhitungan dapat diinterpretasikan dengan akurat. Penelitian ini mencakup 125 perusahaan manufaktur di BEI. Penelitian ini menggunakan data *time series* yang digunakan selama tahun pengamatan dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2015. Jumlah data dalam penelitian ini sebanyak 125 perusahaan dikalikan 5 tahun menghasilkan 625 observasi. Berdasarkan 625 data perusahaan yang diteliti, maka diperoleh hasil penelitian melalui uji asumsi klasik adalah sebagai berikut:

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah data yang digunakan berdistribusi normal atau tidak. Hasil uji normalitas pada 625 observasi dengan menggunakan uji *Sample*

Kolmogorov-Smirnov Test memperoleh nilai *Sig. (2-tailed)* sebesar 0,000 yang mana nilai tersebut lebih kecil dari 0,05 ($0,000 < 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa residual tidak berdistribusi normal. Adanya permasalahan tersebut dapat ditanggulangi dengan asumsi dari pendekatan *Central Limit Theorem (CLT)* atau teorema limit tengah yang menyatakan distribusi *sampling* rata-rata sampel mendekati distribusi normal, apabila sampel yang digunakan sebanyak 30 atau sampel yang digunakan adalah sampel besar (Lind, dkk., 2014:300). Dengan kata lain, teorema limit tengah benar bagi seluruh distribusi.

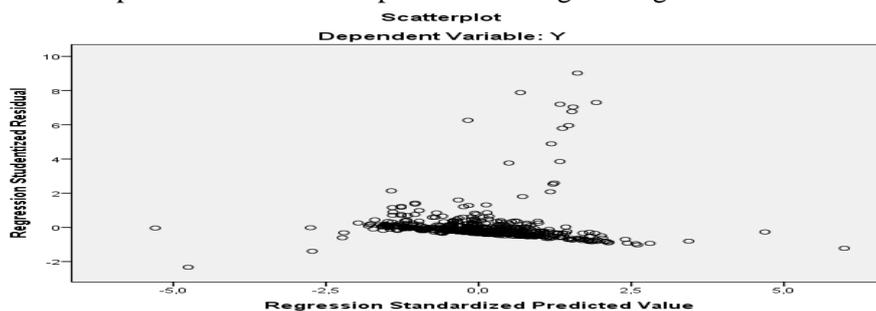
Hasil Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas digunakan untuk melihat apakah terdapat korelasi yang tinggi antar variabel bebas dalam satu regresi. Model regresi yang baik tidak mengandung korelasi diantara variabel bebas. Pengujian multikolinearitas ditentukan yaitu dengan cara melihat nilai *tolerance* dan *Varian Inflation Factor (VIF)*. Nilai *tolerance* yang lebih dari 0,1 atau nilai *Varian Inflation Factor (VIF)* kurang dari 10 maka hal tersebut menunjukkan tidak terjadi multikolinearitas. Hasil dari uji multikolinearitas pada 625 observasi memperoleh nilai *tolerance* pada X_1 , X_2 , dan X_1X_2 dengan nilai masing-masing sebesar 0,188, 0,814, dan 0,182. Sedangkan nilai VIF pada X_1 , X_2 , dan X_1X_2 dengan nilai masing-masing sebesar 5,307, 1,229, dan 5,489. Hal ini membuktikan bahwa pada penelitian ini menghasilkan nilai *tolerance* yang lebih dari 0,1 atau nilai VIF yang kurang dari 10, sehingga tidak terjadi multikolinearitas.

Hasil Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat korelasi antara kesalahan periode t dengan kesalahan periode $t-1$. Model regresi yang baik yaitu bebas dari autokorelasi. Hasil uji autokorelasi pada 625 observasi dapat dilihat dari nilai *Durbin-Watson (DW)*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai yang diperoleh dari nilai *Durbin Watson (DW)* hitung sebesar 1,852 dengan taraf signifikan 0,05 untuk $n=625$ dan $k=2$. Oleh karena pada DW tabel tidak disajikan nilai DW tabel dengan $n=625$ dan $k=2$, maka perlu menggunakan interpolasi $n=600$ sampai dengan $n=650$. Diketahui $n=600$ mempunyai nilai $dL=1,87257$ dan $n=650$ mempunyai nilai $dL=1,86807$, sedangkan $n=600$ mempunyai nilai $dU=1,86925$ dan $n=650$ mempunyai nilai $dU=1,87423$. Setelah melakukan interpolasi, maka diperoleh hasil $0 < 1,852 < dL$. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi autokorelasi.

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam regresi terjadi ketidaksamaan variansi dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Hasil uji heteroskedastisitas pada 625 observasi dapat dilihat dari gambar grafik berikut.



Hasil gambar grafik *scatterplot* tidak membentuk pola teratur dan titik-titik menyebar di bawah dan di atas titik origin (angka 0). Hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

Hasil Uji Kelayakan Model (Uji-F)

Uji kelayakan model (uji-F) bertujuan untuk mengetahui apakah dalam penelitian ini model yang digunakan layak atau tidak sebagai alat analisis untuk menguji pengaruh variabel bebas pada variabel terikat. Hasil uji-F dapat dilihat pada Tabel 3 berikut.

Tabel 3. Hasil Uji Kelayakan Model (Uji-F)
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1414,606	3	471,535	13,277	,000 ^b
	Residual	22055,328	621	35,516		
	Total	23469,933	624			

a. Dependent Variable: Y

b. Predictors: (Constant), X₁, X₂, X₁X₂

Hasil dari uji kelayakan model (uji-F) memperoleh nilai uji-F hitung sebesar 13,277 dengan tingkat signifikansi 0,000. Tingkat signifikansi sebesar 0,000 menunjukkan nilai yang lebih kecil dari 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional secara signifikan mampu mempengaruhi hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan. Hal ini dapat disimpulkan bahwa model penelitian ini dikatakan layak untuk diteliti dan dapat dilanjutkan dengan pembuktian hipotesis.

Hasil Uji Signifikansi Individual (Uji-t)

Uji signifikansi individual (uji-t) bertujuan untuk mengetahui seberapa jauh pengaruh suatu variabel bebas dan variabel moderasi secara individual dalam menerangkan variabel terikat. Uji-t dapat dilihat pada Tabel 4 berikut.

Tabel 4. Hasil Uji Signifikansi Individual (Uji-t)
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	,107	,588		,182	,855
	X ₁	-,190	,161	-,106	-1,177	,240
	X ₂	,032	,010	,133	3,093	,002
	X ₁ X ₂	,013	,005	,257	2,815	,005

a. Dependent Variable: Y

Uji-t dilakukan dengan membandingkan hasil nilai signifikansi sebesar 0,05 dan dapat dijelaskan sebagai berikut.

1) Pengaruh kebijakan utang pada nilai perusahaan (H₁)

Hipotesis pertama menyatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Hasil yang diperoleh dari nilai signifikansi uji-t untuk variabel kebijakan utang sebesar 0,240 lebih besar dari signifikansi 0,05 dan nilai koefisien regresi sebesar -0,190. Hasil pengujian tersebut menyatakan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan (H₁ ditolak).

2) Kepemilikan institusional mampu mempengaruhi hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan (H₂)

Hipotesis kedua menyatakan bahwa kepemilikan institusional mampu mempengaruhi hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan. Hasil yang diperoleh dari nilai signifikansi uji-t untuk variabel kepemilikan institusional mampu memoderasi pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan sebesar 0,005 lebih kecil dari signifikansi 0,05 dan nilai koefisien regresi sebesar 0,013. Hasil pengujian tersebut menyatakan kepemilikan institusional mampu mempengaruhi hubungan kebijakan utang dan nilai perusahaan (H₂ diterima).

Koefisien Determinasi (R²)

Uji koefisien determinasi (R²) bertujuan untuk mengetahui seberapa besar variabel bebas dapat menjelaskan pergerakan variabel terikat dalam persamaan regresi yang akan diteliti. Nilai *adjusted R square* memiliki interval mulai dari 0 sampai 1 ($0 \leq R^2 \leq 1$). Semakin besar nilai *adjusted R square*, semakin baik persamaan regresi yang menunjukkan variabel

bebas secara keseluruhan dapat menjelaskan variansi dari dari variabel terikat. Hasil uji koefisien determinasi dapat dilihat pada Tabel 5 berikut.

Tabel 5. Hasil Koefisien Determinasi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,246 ^a	,060	,056	5,95952

a. Predictors: (Constant), X_1X_2 , X_2 , X_1

Berdasarkan hasil dari uji hipotesis yang dilakukan, diperoleh nilai *adjusted R square* sebesar 0,056 artinya 5,60 persen variansi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel kebijakan utang dan kepemilikan institusional, sedangkan sisanya 94,4 persen nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Hasil Uji Interaksi atau Moderated Regression Analysis (MRA)

Uji interaksi atau MRA dilakukan untuk mengetahui apakah variabel kepemilikan institusional dapat mempengaruhi hubungan kebijakan utang dan nilai perusahaan. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 6 sebagai berikut.

Tabel 6. Hasil MRA

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	,107	,588		,182	,855
1 X ₁	-,190	,161	-,106	-1,177	,240
X ₂	,032	,010	,133	3,093	,002
X ₁ X ₂	,013	,005	,257	2,815	,005

a. Dependent Variable: Y

Persamaan regresi yang dihasilkan melalui *Moderated Regression Analysis* (MRA) adalah sebagai berikut.

$$Y = 0,107 - 0,190X_1 + 0,032X_2 + 0,013X_1X_2 + e$$

Interpretasi dari persamaan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut.

- 1) Nilai konstanta sebesar 0,107 Ini menunjukkan bahwa jika nilai variabel bebas yaitu kebijakan utang sama dengan nol, maka nilai perusahaan adalah sebesar 0,107 satuan.
- 2) Nilai koefisien regresi kebijakan utang (X_1) sebesar $-0,190$. Ini menunjukkan bahwa jika kebijakan utang mengalami penurunan sebesar satu satuan, maka mengakibatkan penurunan nilai perusahaan sebesar $-0,190$ satuan dengan asumsi variabel lain konstan.
- 3) Nilai koefisien regresi kepemilikan institusional (X_2) sebesar 0,032. Ini menunjukkan bahwa jika kepemilikan institusional mengalami kenaikan sebesar satu satuan, maka mengakibatkan peningkatan nilai perusahaan sebesar 0,032 satuan dengan asumsi variabel lain konstan.
- 4) Nilai koefisien moderasi kebijakan utang (X_1) dan kepemilikan institusional (X_2) sebesar 0,013. Ini menunjukkan bahwa setiap interaksi kebijakan utang dan kepemilikan institusional mengalami kenaikan sebesar satu satuan, maka akan mengakibatkan peningkatan nilai perusahaan sebesar 0,013 satuan dengan asumsi variabel lain konstan.

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengaruh Kebijakan Utang pada Nilai Perusahaan

Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai koefisien kebijakan utang sebesar $-0,190$ dan t hitung sebesar $-1,177$ dengan nilai signifikansi $0,240 > 0,05$, maka H_1 ditolak, yang berarti penggunaan utang dalam perusahaan tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada nilai perusahaan tersebut. Penelitian ini didukung oleh teori struktur modal dari Miller dan Modigliani yang menjelaskan secara eksplisit mengakui tidak adanya hubungan antara pendanaan dan investasi, artinya ketika menggunakan utang atau tidak menggunakan utang

dalam mendanai investasi perusahaan tidak berpengaruh pada perubahan nilai perusahaan (Lim, 2012).

Hasil penelitian ini didukung dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ferina, dkk. (2015), kebijakan utang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak didukung dengan penelitian oleh Nainggolan dan Listiadi (2014) yang menunjukkan hasil bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan serta hasil penelitian oleh Thalib dan Miftahurrohman (2014) yang menunjukkan hasil bahwa kebijakan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori keagenan yang dijelaskan oleh Jensen dan Meckling (1976), mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan dengan menggunakan utang. Adanya utang tersebut, maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pinjaman dan dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan arus kas bebas untuk membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal.

Kepemilikan Institusional Mempengaruhi Hubungan antara Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan

Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai koefisien kepemilikan institusional sebesar 0,013 dan t hitung sebesar 2,815 dengan nilai signifikansi $0,005 < 0,05$, maka H_2 diterima (hasil *output* dapat dilihat pada Lampiran 10). Nilai koefisien variabel moderasi kepemilikan institusional dan kebijakan utang pada nilai perusahaan bernilai positif signifikan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan yang kuat dalam mempengaruhi hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi nilai DER yang diikuti dengan kenaikan persentase kepemilikan institusional, maka akan meningkatkan nilai perusahaan.

Peningkatan kepemilikan institusional dalam perusahaan dapat mengawasi manajemen menggunakan dana untuk kebijakan utang yang dapat mempengaruhi tingkat nilai perusahaan. Adanya kepemilikan institusional ini dapat membuat manajemen mengambil keputusan secara tepat dalam menggunakan dana karena kebijakan utang yang tinggi menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholders* sehingga kondisi ini akan menarik masuknya kepentingan institusional.

Penggunaan utang yang kurang proporsional juga akan menurunkan nilai perusahaan dan meningkatkan risiko, oleh karena itu manajer akan berhati-hati dalam penggunaan utang. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat pengawasan internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan serta penggunaan utang yang kurang tepat oleh manajer. Hal ini sesuai dengan pernyataan yang dikemukakan oleh Jensen (1986) dalam Vo dan Nguyen (2014), penggunaan utang yang tinggi juga akan meningkatkan risiko kebangkrutan, maka manajer perlu berhati-hati karena risiko utang bersifat *nondiversifiable*. Hal ini sesuai dengan teori *trade-off* yang menjelaskan dengan penggunaan utang yang optimal akan mengurangi biaya kebangkrutan dan kebijakan utang ini tentunya sudah dimonitor oleh institusi. Dengan kata lain, perusahaan yang menggunakan utang dalam pendanaannya dan tidak mampu melunasi kembali utang tersebut maka akan terancam likuiditasnya, maka dari itu penting adanya peran kepemilikan institusional dalam memonitor keputusan manajemen agar tidak menggunakan dana perusahaan untuk kepentingan di luar perusahaan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), kepemilikan saham oleh manajemen seperti kepemilikan institusional adalah alternatif lain yang digunakan untuk mengatasi konflik keagenan selain menggunakan utang. Hasil penelitian ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Damayanti dan Suartana (2014) serta Mukhtaruddin, *et al*(2014), menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dinyatakan memiliki pengaruh positif pada nilai perusahaan. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mokhtari dan Makerani (2013), yang menyatakan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian yang diperoleh melalui pengujian statistik serta pembahasan seperti yang telah diuraikan di atas, maka dapat disimpulkan: 1) hasil analisis statistik deskriptif pada X_1 menunjukkan nilai minimum X_1 sebesar -31,78 dan nilai maksimum X_1 sebesar 40,37 yang artinya perusahaan tidak berani mengambil risiko dalam mengoperasikan perusahaannya. Nilai negatif ini terlihat dari nilai ekuitas perusahaan sampel. 2) kebijakan utang yang sudah ditetapkan perusahaan tidak memberikan pengaruh bagi nilai perusahaan, sebab kebijakan utang ini sudah merupakan strategi manajemen dalam menurunkan pajak, sehingga investor tidak terlalu melihat nilai DER ketika mengambil keputusan untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Jadi, selama perusahaan masih dapat bertahan ketika perusahaan menggunakan utang atau tidak menggunakan utang yang tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan, maka tidak menghalangi keinginan investor dalam berinvestasi. 3) kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan yang kuat dalam mempengaruhi hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan. Nilai koefisien variabel moderasi kepemilikan institusional dan kebijakan utang pada nilai perusahaan bernilai positif signifikan. Hal ini dapat disebabkan karena mayoritas jenis perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah perusahaan investasi sehingga adanya *monitoring* oleh pihak institusional dapat memberi jaminan pada investor yang menanamkan modal di perusahaan tersebut. Jaminan ini yang dapat membuat investor percaya pada perusahaan, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan karena perusahaan memiliki tata kelola yang baik.

Hasil penelitian ini memberikan tambahan bukti empiris mengenai penelitian yang telah dilakukan. Berdasarkan hasil penelitian dan simpulan, maka saran yang dapat diberikan untuk penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut: 1) melihat hasil uji penelitian, adanya kepemilikan institusional sebagai indikator yang mampu memperkuat pengaruh hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan, maka diharapkan manajemen agar lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan sehingga *agency cost* dapat diminimalkan dan pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. 2) penelitian menunjukkan bahwa variabel kebijakan utang dan kepemilikan institusional secara bersama-sama berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan, sehingga investor dapat mempertimbangkan faktor tersebut sebagai ukuran dalam mengambil keputusan investasi. Hal itu dikarenakan variabel tersebut dapat dijadikan sebagai indikasi preferensi pelaku pasar modal dan perlu diperhatikan investor saat ingin menjadi pemilik saham dari perusahaan-perusahaan tersebut. 3) variabel dalam penelitian ini hanya sebatas pada kebijakan utang yang merupakan bagian dari rasio *leverage* yaitu DER, kepemilikan institusional yang diukur dengan persentase kepemilikan institusional, dan penilaian pasar yang menggunakan *Price to Book Value* (PBV). Peneliti selanjutnya disarankan dapat menambah variabel-variabel lainnya, seperti tingkat pertumbuhan perusahaan serta mengganti variabel kepemilikan institusional dengan kepemilikan asing untuk mengetahui perbandingannya dengan penelitian ini. Selain itu, pada penelitian ini terdapat keterbatasan pada hasil uji normalitas bahwa hasil penelitian tidak berdistribusi normal menggunakan uji asumsi klasik, yaitu *Kolmogorov-Smirnov*. Oleh karena itu, diharapkan perlu mengetahui alat uji untuk memperoleh data sekunder yang sudah dipublikasikan pada web BEI www.idx.co.id agar ketika mengolah data pada SPSS, hasil uji yang diperoleh sesuai dengan output yang sesuai.

DAFTAR PUSTAKA

- Akileng, G. 2014. The Efficacy of Corporate Governance in Reducing Opportunistic Accounting Earnings Manipulations. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5 (24), pp: 44-69.
- Andini, Ni Wayan L. dan Wirawati, Ni Gusti P. 2014. Pengaruh Cash Flow pada Kinerja Keuangan dan Implikasinya pada Nilai Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 7 (1): h: 107-121.
- Ariyanti, Prita S. 2013. Insider Ownership, Dividen, dan Kebijakan Hutang: Peran Moderasi Free Cash Flow. *Jurnal Pendidikan Terbuka dan Jarak Jauh*, 9 (1): h: 69-91.
- Aswicahyono, H. 2014. Industri Manufaktur Hadapi Masalah. Artikel berita Kata Data. <http://katadata.co.id/berita/2014/10/14/industri-manufaktur-hadapi-masalah>. Diakses tanggal 10 Juni 2016.
- Badar, R. Dan Asif, S. 2013. Impact of Capital Structure on Performance Empirical Evidence. *European Journal of Business and Management*, 5 (5), pp: 78-86.
- Bandayuda, Ida Bagus Gde. 2011. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada PT. Bank BPD Bali Kantor CAPEM Teuku Umar Denpasar. Tesis Program Magister Manajemen pada Program Pascasarjana Universitas Udayana, Denpasar.
- Damayanti, Ni Putu Wida P dan Suartana, I W. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 9 (3): h: 575-590.
- Erdinc, K., Serkan Yilmaz Kandur dan Omer Iskenderoglu. 2011. Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence from Turkish Lodging Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 1 (1), pp: 1-11.
- Ferina, Ika S., Hj Rina Tjandrakirana DP, dan Ilham I. 2015. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Pertambangan yang terdaftar di BEI Periode 2009-2013). *Jurnal Akuntansi*, 1 (2): h: 52-66.
- Friend, I. dan Lang, L. 1988. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 43(2), pp: 271-281. http://www.jstor.org/stable/2328459?seq=1#page_scan_tab_contents. Diakses tanggal 1 September 2016.
- Ghozali, I. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS21*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Groover, Mikell P. 2007. *Fundamentals of Modern Manufacturing: Material, Processes and System*, 3rd Edition. USA: John Wiley & Son Inc.
- Hanafi, Mamduh M. 2010. *Manajemen Keuangan Edisi 1*. Yogyakarta: BPF.
- Haruman, T. 2008. Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. *Finance and Banking Journal*, 10 (2), pp: 150-166.
- Herdinata, C., Eduardus Tandelilin, dan Hermeindito. 2013. Control Mechanism and Value of Firm: Empirical Evidence from Indonesia Capital Market. *International Research Journal of Business Studies*, 6 (1), pp: 45-62.
- Husnan, S. 2010. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek), Edisi Keempat*. Yogyakarta: BPF.
- . 2011. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta: BEI.
- . 2012. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta: BEI.
- . 2013. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta: BEI.
- . 2014. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta: BEI.
- . 2015. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta: BEI.
- Indahningrum, Rizka P. Dan Handayani, R. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan

- Profitabilitas terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11 (3): h: 189-207.
- Jensen, M. C. dan Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), pp: 305-360.
- Kasmir. 2012. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: PT.Raja Grafindo Persada.
- Kontesa, M. 2015. Capital Structure, Profitability, and Firm Value. Whats New? *Research Journal of Finance and Accounting*, 6 (20), pp: 185-192.
- Lind, Douglas A., William G. Marchal, dan Samuel A. Wathen. 2014. *Teknik-Teknik Statistika dalam Bisnis dan Ekonomi, Edisi 15, Buku 1*. Jakarta: Salemba Empat.
- Mamduh. 2010. *Manajemen Keuangan Edisi 1*. Yogyakarta : BPFE.
- Mardalis. 2008. *Metode Penelitian: Suatu Pendekatan Proposal*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Mardiyati, U., Ahmad, G. N., dan Putri, R. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, 3 (1): h: 11-17.
- Meythi.2012. Dampak interaksi antara kebijakan hutang dan kebijakan dividen dalam menilai perusahaan.*Jurnal Keuangan dan Perbankan*,16 (3): h: 407-414.
- Miller dan Modigliani. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.*The American Economic Association*, 48 (3), pp: 261-297.
- Mokhtari, Z. Dan Makerani, Khosro F. 2013. Relationship of Institutional Ownership with Firm Value and Earnings Quality: Evidence from Tehran Stock Exchange.*International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 2 (7), pp: 495-502
- Mukhtaruddin, Ferina, Ika S., dan Nurcahaya, C. 2014. Ownership Structure And Firm Values: Empirical Study On Indonesia Manufacturing Listed Companies. *Journal of Arts, Science & Commerce*, 5 (4), pp: 1-14.
- Murtianingsih. 2014. Struktur Kepemilikan dan Biaya Ekuitas pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia.*Jurnal JIBEKA*, 8 (2): h: 39-44
- Nainggolan, S. D. A. dan Listiadi, A. 2014. Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi.*Jurnal Ilmu Manajemen*, 2 (3): h: 868-879.
- Najjar, D. AL. 2015. The Effect of Institutional Ownership on Firm Performance: Evidence from Jordanian Listed Firms.*International Journal of Economics and Finance*, 7 (12), pp: 97-105
- Nazir, Mian S dan Haris Khurseed Saita. 2013. Financial Leverage and Agency Cost: An Empirical Evidence of Pakistan.*International Journal of Innovative and Applied Finance*, pp: 1-16.
- Nuraina, Elva. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bei).*Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE)*, 19(2): 110-125.
- Pahlavan, S. dan Roya Darabi. 2015. The Impact of Internal Financing and Institutional Investors Control on Cash Flows Resulting from Investment Fluctuations (Evidences from Tehran Stock Exchange). *Asian Social Science*, 11 (26), pp: 242-251.
- Rachman, Achmad A. 2012. Pengaruh *Corporate Social Responsibility*, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI tahun 2008-2010. Artikel Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Surabaya. <http://dspace.uphsurabaya.ac.id:8080/xmlui/bitstream/handle/123456789/159/1220.%20PENGARUH%20CORPORATE%20SOCIAL.pdf?sequence=1>. Diunduh tanggal 6 Maret 2016.
- Rahmawati. 2012. Teori Akuntansi Keuangan. Yogyakarta: Graha Ilmu.

- Ramadhan, Shinta R. 2012. Pengaruh *Leverage*, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan *Real Estate* dan *Property* yang Terdaftar di BEI Tahun 2009-2011. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya, Surabaya.
- Rangkuti, Freddy. 2007. *Manajemen Operasional Aplikasi di Bidang Bisnis*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada
- Sartono, R. Agus. 2010. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Shleifer, A. dan Vishny, Robert W. 1977. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (20), pp: 737-783.
- Sugiyono. 2013. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: CV Alfabeta.
- Sukirni, D. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Analisis terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal*, 1 (2): h: 1-12.
- Surat Edaran Ketua Badan Pengawas Pasar Modal No. SE-02/PM/2002. 2002. Pedoman Penyajian Dan Pengungkapan Laporan Keuangan Emiten atau Perusahaan Publik Industri Manufaktur. https://www.academia.edu/8390178/BAPEPAM_SE-02_PM_2002_LAMPIRAN_1. Diakses tanggal 10 September 2016.
- Tangkas, Made D. (2014). Industri Manufaktur Hadapi Masalah. Artikel berita Kata Data. <http://katadata.co.id/berita/2014/10/14/industri-manufaktur-hadapi-masalah>. Diakses tanggal 10 Juni 2016.
- Thalib, Herni Ali H. dan Miftahurrohman, M. 2014. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bei). *Jurnal Etikonomi*, 13 (2): h: 148-163.
- Thanatawee, Y. 2014. Institutional Ownership and Firm Value in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting*, 7(2), pp: 1-22.