

# STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN NILAI PERUSAHAAN

**Zaenal Fanani dan Yan Hendrick S.**

Universitas Airlangga Surabaya, Jawa Timur, Indonesia

Email: fanani 6456@gmail.com

## *Abstrak*

*Artikel ini bertujuan untuk mengkaji teori agency ketika perbedaan tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan antara pemilik dan manajemen muncul karena pemisahan fungsi dan wewenang. Kajian ini berguna untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Metode analisis yang dipergunakan adalah regresi berganda. Sampel yang dipergunakan adalah 276 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015. Penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan blockholder, kepemilikan asing, cash holding serta leverage memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.*

**Kata Kunci:** Nilai, Kepemilikan, Ukuran

## *Abstract*

*THE OWNERSHIP STRUCTURE AND THE VALUE OF THE COMPANY. This study examines agency theory where differences in objectives to maximize the value of the company between the owner (principal) and the management (agent) arise because of the separation of functions and authority. This study aims to analyze the factors that affect value of the company. Method of analysis used in this study is multiple regressions. This study uses samples of 276 manufacturing companies that listed on the Indonesia Stock Exchange during the periode 2008-2010. This study indicates that blockholder ownership, foreign ownership, cash holdings, and leverage have a*

*positive significant effect on the value of the company while company size is positively affect the value but not significantly. The result of this study indicates with the increase of blockholder ownership, foreign ownership, cash holdings, and leverage will increase the value of the company.*

**Keywords:** *Value, Ownership, Size.*

## A. Pendahuluan

Tujuan utama dari perusahaan adalah meningkatkan kesejahteraan para pemegang sahamnya. Hal ini dicerminkan dengan meningkatnya nilai suatu perusahaan sehingga *return* dalam bentuk dividen maupun *capital gain* akan naik dan kekayaan pemegang saham akan meningkat. Meningkatnya nilai perusahaan juga dapat menarik minat para investor untuk menanamkan modal pada perusahaan. Untuk mencapai nilai perusahaan yang tinggi, para pemegang saham mendelegasikan wewenang kepada para manajer untuk menjalankan perusahaan.

Adanya pemisahan fungsi antara *principal* (pemilik) dan *agent* (manajer) seringkali menimbulkan masalah yang disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*). Konflik keagenan ini muncul ketika manajer lebih memilih untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka sendiri dan mengabaikan kepentingan pemegang saham, atau manajer mempunyai tujuan yang berbeda dengan para pemegang saham. Konflik keagenan bermula akibat adanya asimetri informasi antara manajer selaku pihak yang menjalankan perusahaan dengan para pemegang saham selaku pemilik perusahaan. Asimetri informasi ini akan sangat menguntungkan bagi pihak manajer karena mereka lebih mengetahui kondisi yang dihadapi oleh perusahaan secara mendetail sehingga mereka dapat memanfaatkannya untuk kepentingan mereka sendiri dibanding meningkatkan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan indikator bagaimana pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Fama (1978) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan refleksi dari harga pasar sahamnya. Harga saham merupakan salah satu cara untuk menerjemahkan nilai perusahaan ke dalam nilai keuangan dimana

semakin tinggi harga saham perusahaan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Dalam penelitian ini rasio Tobin's Q digunakan untuk mengukur nilai suatu perusahaan. Maka dari itu, sangatlah penting bagi pihak pengelola untuk terus melakukan langkah-langkah dan kebijakan yang semakin meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dari harga pasar saham perusahaan sehingga perusahaan tersebut diminati oleh para investor.

Dalam penelitian ini, nilai perusahaan yang ditunjukkan oleh rasio Tobin's Q sekaligus menggambarkan kesempatan bertumbuh suatu perusahaan. Penelitian ini menggambarkan agar para pelaku pasar modal dapat dimudahkan untuk menilai kinerja dan masa depan suatu perusahaan yang ditunjukkan dari nilai pasar saham perusahaan tersebut yang diukur dengan rasio Tobin's Q sehingga perusahaan dapat melakukan pengambilan keputusan yang baik terhadap suatu investasi. Selain itu, penelitian ini juga meneliti faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Nilai perusahaan sendiri dapat dipengaruhi oleh banyak faktor. Seperti pada penelitian ini, faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan diantaranya *blockholders ownership*, kepemilikan asing, *cash holdings*, ukuran perusahaan, dan leverage.

Penelitian ini didasari oleh adanya keinginan dari peneliti untuk mengembangkan variabel yang sudah ada, meneliti kembali variabel yang sebelumnya telah diteliti untuk hasil yang semakin relevan, dan menyertakan variabel yang belum pernah diadakan penelitian resmi sebelumnya sehingga menjadi fenomena baru.

Penanaman modal oleh investor asing turut mempengaruhi nilai perusahaan. Kepemilikan asing adalah penanaman modal oleh pihak dari luar negeri yang menanamkan modalnya pada suatu perusahaan di dalam negeri dengan memiliki sebagian saham berhak suara suatu perusahaan tertentu. Dengan keberadaan investor asing, diharapkan pengawasan terhadap kinerja semakin baik dengan keberadaan tenaga-tenaga pelatih (*trainer*) yang didatangkan oleh para investor tersebut untuk semakin meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat dilirik oleh para calon investor lainnya.

Di Indonesia, penelitian tentang pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Suharli (2006). Hasil penelitian menunjukkan tidak adanya pengaruh kepemilikan asing yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Suharli (2006) juga menyimpulkan, tidak adanya hubungan yang signifikan antara kepemilikan asing dan nilai perusahaan ditengarai karena periode penelitian (2002-2003) pada waktu itu terjadi setelah krisis ekonomi yang baru menimpa Indonesia. Keadaan ekonomi, politik, kurs dan keamanan di Indonesia masih belum stabil, sehingga penanaman modal di Indonesia belum sepenuhnya dilakukan kembali oleh investor asing. Hal inilah yang mendasari peneliti ingin mengangkat variabel kepemilikan asing ke dalam penelitian ini, sehingga dapat diteliti lebih lanjut dengan periode penelitian yang lebih panjang dan dalam kondisi yang lebih stabil. Ditambah lagi dengan semakin menariknya pasar Indonesia dimata para investor asing, yang juga ditunjukkan dengan pelaksanaan *World Economic Forum* (WEF) di Jakarta (Juni, 2011) dan menjadikan bukti bahwa Indonesia sudah menjadi fokus investor dunia setelah dalam dua sampai tiga tahun terakhir ekonominya terus meningkat ([www.investor.co.id](http://www.investor.co.id)). Penyertaan variabel kepemilikan asing dalam penelitian ini diharapkan dapat memberi hasil yang lebih baik dengan periode penelitian yang berbeda.

Dalam penelitian ini disertakan pula variabel yang unik dan menjadi fenomena baru yakni variabel *blockholders ownership* dan *cash holdings*. Variabel ini dipilih karena sebelumnya belum pernah diadakan penelitian resmi terhadap variabel tersebut di Indonesia sehingga peneliti ingin menyertakannya dalam penelitian ini.

Seifert *et al.*, (2002) menggunakan *blockholders ownership* sebagai variabel dalam penelitiannya dan menguji pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian itu, Seifert *et al.*, (2002) menyatakan bahwa adanya *blockholders* secara potensial dapat mengurangi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Semakin tinggi *blockholders ownership*, biaya keagenan akan semakin rendah. Hal ini dikarenakan *blockholders* yang bertindak sebagai pemegang saham mayoritas memegang

kendali terhadap kinerja manajer, sehingga tindakan manajer diharapkan dapat sesuai dengan keinginan pemegang saham yaitu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, salah satunya dengan meningkatkan nilai perusahaan. Di Asia Tenggara, Mak dan Kurnadi (2001) menemukan bahwa *blockholders ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada sampel perusahaan di Malaysia, sedangkan pada sampel perusahaan di Singapura *blockholders ownership* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Di Indonesia sendiri belum pernah dilakukan penelitian terhadap variabel *blockholders ownership* serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

Variabel *cash holdings* dipilih karena menunjukkan pentingnya optimalisasi kas pada suatu perusahaan. Dalam hal ini tingkat *cash holdings* dapat mempengaruhi kinerja perusahaan dan berimplikasi pada nilai perusahaan. Oleh karena itu, diperlukan pengelolaan kas yang efektif sehingga tingkat *cash holdings* menjadi optimal. Kalcheva dan Lins (2003) menyatakan, sama seperti parameter keuangan perusahaan lainnya, hubungan yang diharapkan antara *cash holdings* dan nilai perusahaan akan tergantung pada apakah parameter (dalam hal ini kas) dapat dimanfaatkan dengan baik. Secara umum, dari perspektif pemegang saham, *cash holdings* dapat dikatakan sebagai *trade-off* antara manfaat likuiditas dan biaya keagenan dari *overinvestment* yang dilakukan oleh manajer.

Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984) berpendapat, dengan pembiayaan eksternal yang mahal membuat perusahaan menjadi penting untuk mempertahankan cadangan kas yang menyediakan likuiditas yang cukup sehingga proyek-proyek dengan *net present value* (NPV) positif dapat terus didanai bahkan ketika arus kas internal menurun. Di sisi lain, Easterbrook (1984) dan Jensen (1986) menyatakan bahwa biaya keagenan dari kubu manajerial akan menyebabkan pemegang saham lebih menyukai apabila suatu perusahaan tidak memegang kas dalam jumlah besar karena ini berpotensi menyebabkan *overinvestment* dalam proyek-proyek NPV negatif yang berpotensi menurunkan nilai perusahaan. Penelitian Martinez-Sola *et al.*, (2010) menyatakan bahwa pada

tingkat tertentu, optimalisasi *cash holdings* dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian yang menyertakan *cash holdings* sebagai variabel di dalamnya serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan secara langsung, belum pernah dilakukan di Indonesia.

Penelitian ini juga meneliti kembali variabel ukuran perusahaan dan *leverage* yang dipengaruhi terhadap nilai perusahaan. Variabel ini diteliti kembali untuk menjawab ketidakkonsistenan hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya dan mendapatkan hasil yang semakin relevan.

Variabel ukuran perusahaan menunjukkan besar kecilnya perusahaan yang didasarkan pada total nilai aktiva, total penjualan, kapitalisasi pasar, jumlah tenaga kerja dan sebagainya (Hilmi dan Ali, 2008). Perusahaan yang berukuran besar mampu untuk meningkatkan nilai perusahaannya. Perusahaan besar dinilai lebih mampu dalam mengoptimalkan operasional perusahaan dan mempermudah akses ke sumber pembiayaan sehingga mampu berinvestasi lebih baik dan berimbas pada meningkatnya nilai perusahaan. Hal ini dinyatakan dalam penelitian dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menunjukkan adanya pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan hasil penelitian Al-Khoury (2004) menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian oleh Berger *et al.* (1997) dan Nash *et al.* (2002) menunjukkan adanya pengaruh *leverage* yang positif terhadap nilai perusahaan. Namun demikian, dalam teori *trade-off*, pada level tertentu *leverage* dapat menggiring perusahaan pada kebangkrutan. Karena menurut teori tersebut, perusahaan akan berusaha untuk menyeimbangkan antara manfaat pembiayaan dengan menggunakan hutang dengan tingkat suku bunga yang tinggi dan biaya kebangkrutan. Maka dari itu, tingkat *leverage* yang optimal dinilai penting untuk menentukan nilai suatu perusahaan. Kebijakan pendanaan perusahaan melalui hutang, dinilai menunjukkan bahwa perusahaan tersebut berkeinginan

untuk tumbuh dan melakukan investasi-investasi yang baik di masa depan menggunakan pendanaan oleh hutang tersebut.

Penelitian ini menggunakan nilai perusahaan sebagai variabel dependen dan menggunakan *blockholders ownership*, kepemilikan asing, *cash holdings*, ukuran perusahaan, dan leverage sebagai variabel independen. Penelitian ini menguji pengaruh variabel independen terhadap dependen. Dengan mengambil periode penelitian 2008-2010 dan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, penelitian ini diharapkan mampu memberikan hasil yang baik dan semakin relevan.

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka yang menjadi pertanyaan dalam penelitian ini adalah apakah *blockholder ownership*, kepemilikan asing, *cash holdings*, ukuran perusahaan dan *leverage* berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

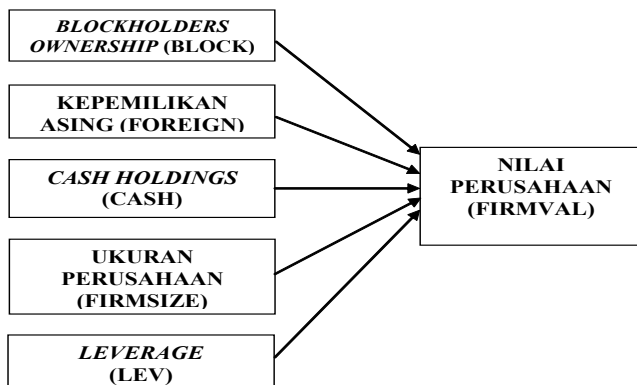
Penelitian ini memberikan manfaat teoritis sebagai sarana untuk pengembangan ilmu pengetahuan yang secara teoritis berkaitan dengan faktor-faktor yang memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan, manfaat praktis sebagai bahan masukan bagi para investor dan calon investor untuk memperhatikan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi nilai perusahaan sehingga dapat membantu dalam pengambilan keputusan investasi, dan manfaat kebijakan sebagai bahan masukan bagi para manajer dalam merumuskan kebijakan perusahaan sehingga diharapkan dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang nantinya akan menjadi pertimbangan oleh para investor.

## **B. Pembahasan**

### **1. Kerangka konseptual**

Keputusan investor dalam berinvestasi atau menjalankan suatu transaksi sangat dipengaruhi oleh nilai suatu perusahaan di pasar modal. Nilai perusahaan sendiri biasa direfleksikan dari nilai pasar suatu perusahaan. Dengan kata lain, nilai perusahaan adalah cerminan persepsi investor tentang kinerja perusahaan pada waktu yang lalu dan prospek masa depannya. Nilai perusahaan dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain: *blockholders*

*ownership*, kepemilikan asing, *cash holdings*, ukuran perusahaan, dan leverage. Model penelitian yang menggambarkan sebuah alur pemikiran yang akan digunakan sebagai dasar perumusan hipotesis tertuang dalam dalam gambar berikut ini:



Gambar 1. Kerangka Konseptual

## 2. Perumusan Hipotesis

### a. *Blockholders Ownership*

Keberadaan *blockholders* dalam struktur kepemilikan di dalam perusahaan akan meningkatkan *monitoring* kinerja dan membuat nilai perusahaan semakin tinggi. Dengan persentase kepemilikan mayoritas, *blockholders* dapat mempengaruhi keputusan-keputusan yang dibuat oleh perusahaan. Perusahaan yang terdapat kepemilikan *blockholders* di dalamnya dapat meningkatkan profitabilitas dan efisiensi perusahaan dengan melakukan koalisi untuk mengontrol, memonitor kinerja manajemen perusahaan, dan mengurangi agency problem, dimana kondisi ini kemungkinan besar diapresiasi positif oleh investor. Penelitian yang dilakukan Mak dan Kusnadi (2001) dan Seifert *et al.* (2002) menemukan adanya hubungan yang positif antara *blockholders* dan nilai perusahaan dengan menggunakan wilayah penelitian yang berbeda.

*H1: Blockholders ownership berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan*



**b. Kepemilikan Asing**

Kepemilikan oleh pihak asing (luar negeri) dalam suatu perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan tersebut. Hal ini dikarenakan penanaman modal asing akan membawa pengaruh positif terhadap perusahaan diantaranya dengan adanya *training* yang diselenggarakan oleh perusahaan asing untuk memenuhi *skilled labor*, dan adanya *trained labor* yang diperkerjakan pada perusahaan *domestic*. Beberapa bukti empiris dari penelitian terdahulu menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan asing di dalamnya mampu meningkatkan nilai perusahaan (Al-Khouri *et al.*, 2004; Khanna and Palepu (1999); Park (2002); Suharli, 2006).

*H2: Kepemilikan oleh pihak asing berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan*

**c. Cash Holdings**

*Cash holdings* mengindikasikan tingkat kas yang ditahan pada suatu perusahaan. *Cash holdings* merupakan salah satu ukuran apakah kas pada perusahaan tersebut cukup atau tidak berlebihan. Jika jumlah kas terlalu rendah maka berakibat kurangnya dana yang akan digunakan untuk operasi perusahaan dan investasi di masa depan. Namun, jika kas dalam perusahaan terlalu tinggi ditengarai dapat berimbas pada penurunan nilai perusahaan melalui akuisisi dan merger. Dapat disimpulkan, *cash holdings* menunjukkan tingkat optimalisasi kepemilikan kas pada suatu perusahaan. Penelitian Kalcheva dan Lins (2003) dan Martinez-Sola (2010) menemukan adanya pengaruh *cash holdings* terhadap nilai perusahaan.

*H3: Cash holdings berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan*

**d. Ukuran Perusahaan**

Semakin besar ukuran perusahaan maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan-perusahaan yang besar memiliki fleksibilitas dan aksesibilitas yang tinggi dalam masalah pendanaan melalui pasar modal. Selain itu, bank sebagai pihak kreditur pada umumnya juga akan mempertimbangkan

ukuran perusahaan sebagai variabel dalam analisis kredit sebelum mereka memberikan pinjaman. Pihak bank lebih memilih perusahaan besar karena mereka dinilai mampu menghadapi resiko serta mampu untuk mengembangkan usahanya. Beberapa penelitian menunjukkan adanya pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan (Al-Khouri *et al.*, 2004)

H4: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

e. *Leverage*

*Leverage* merupakan kebijakan pendanaan perusahaan dengan hutang. Semakin tinggi tingkat hutang perusahaan, semakin tinggi juga *leverage* perusahaan. Tingkat *leverage* yang tinggi dalam suatu perusahaan menunjukkan bahwa kesempatan bertumbuh perusahaan semakin meningkat dengan adanya pendanaan melalui hutang dan nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan. Tingkat *leverage* yang tinggi juga dapat memberikan pengaruh yang buruk terhadap perusahaan terlebih ketika kondisi ekonomi yang buruk. Dengan demikian, *leverage* mampu meningkatkan nilai perusahaan apabila dikelola secara optimal. Penelitian oleh Berger *et al.* (1997) dan Mak dan Kusnadi (2001), Nash *et al.* (2002) menunjukkan adanya pengaruh *leverage* yang positif terhadap nilai perusahaan.

H5: *Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

### 3. Metode Penelitian

a. *Model Penelitian*

Model yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut:

$$FIRMVAL_{it} = \beta_0 + \beta_1 BLOCK_{it} + \beta_2 FOREIGN_{it} + \beta_3 CASH_{it} + \beta_4 FIRMSIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + e_{it}$$

Dimana:

FIRMVAL = Nilai Perusahaan

$\beta_0$  = Konstanta

$\beta_1 - \beta_5$  = Koefisien Regresi

BLOCK = *Blockholder Ownership*

- FOREIGN = Kepemilikan Asing  
 CASH = *Cash Holding*  
 FIRMSIZE = Ukuran Perusahaan  
 LEV = *Leverage*  
 e = *Standard Error*

b. *Definisi Operasional Variabel*

**Tabel 1**  
**Definisi Operasional Variabel**

No	Variabel	Definisi	Pengukuran	Sumber
1	Nilai perusahaan	Cerminan dari harga pasar saham suatu perusahaan	$\frac{(MVE + DEBT)}{BVA}$ <p>MVE= harga penutupan akhir tahun * jumlah lembar saham                      DEBT=total hutang                      BVA=total aktiva</p>	Kalcheva dan Lins (2003), Al-Khouri <i>et al.</i> (2004)
2	<i>Blockholder ownership</i>	kepemilikan saham oleh berbagai pihak diluar kepemilikan oleh publik dengan proporsi kepemilikan sekurang-kurangnya 25% dari jumlah saham yang beredar	Prosentase kepemilikan saham	Undang-Undang No. 8 Tahun 1995, Peraturan Bapepam No. Kep-05/PM/2002, dan Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta No. Kep-305/BEJ/07-2004

---

			<i>dummy variable</i>	
			yang ditunjukkan	
			oleh kode 1 untuk	
			perusahaan yang	
		penanaman modal	dalam struktur	
		oleh pihak dari	kepemilikan	
		luar negeri yang	modalnya terdapat	
		menanamkan	pihak asing (luar	
		modalnya pada	negeri) yang	
		suatu perusahaan	menanamkan	
		di dalam negeri	modal setidaknya	Al-Khouri <i>et</i>
3	Kepemilikan	dengan memiliki	5% dan kode 0 jika	<i>al.</i> (2004),
	asing	sebagian saham	dalam struktur	Suharli
		berhak suara	kepemilikan	(2006)
		suatu perusahaan	modal memiliki	
		tertentu yang juga	kurang dari 5%	
		termasuk dengan	kepemilikan atau	
		pembagian risiko	tidak terdapat	
		dengan pihak luar	pihak asing (luar	
		negara	negeri) yang	
			menanamkan	
			modalnya di	
			perusahaan	
			tersebut	

---

		tingkat		
		kepemilikan kas		
		yang ditentukan		
		oleh perusahaan		
		dengan		
		menyeimbangkan	<i>Kas dan Setara</i>	Kalcheva
4	<i>Cash holdings</i>	<i>the marginal cost</i>	<i>Total Aktiva</i>	dan Lins
		dan <i>the marginal</i>		(2003)
		<i>benefits of holding</i>		
		<i>cash</i> , sesuai		
		dengan <i>the trade-</i>		
		<i>off theory</i>		

---

		besar kecilnya		
		perusahaan		

4	Cash holdings	dengan menyeimbangkan <i>the marginal cost</i> dan <i>the marginal benefits of holding cash</i> , sesuai dengan <i>the trade-off theory</i>	$\frac{\text{Kas dan Setara}}{\text{Total Aktiva}}$	Kalcheva dan Lins (2003)
5	Ukuran perusahaan	besar kecilnya perusahaan yang dapat didasarkan pada total nilai aktiva, total penjualan, kapitalisasi pasar, jumlah tenaga kerja dan sebagainya	logaritma natural ( $L_n$ ) dari total aktiva	Seifert et al. (2002), Kalcheva dan Lins (2003)
6	Leverage	Dasar keputusan manajemen perusahaan terhadap bauran hutang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai aset perusahaan	$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$	Sujoko dan Soebiantoro (2007) Martinez-Sola et al. (2010)

Untuk memberikan pemahaman yang lebih spesifik terhadap variabel-variabel penelitian ini, maka variabel tersebut didefinisikan secara operasional disajikan pada Tabel 1.

**c. Populasi dan Sampel**

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini meliputi semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2008-2010. Berdasarkan data yang diperoleh dari sumber data, perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa efek berjumlah 137 perusahaan dengan total populasi 411 perusahaan selama periode 2013-2015. Penentuan

sampel dilakukan dengan cara pemilihan dengan pertimbangan tertentu (Anshori dan Iswati, 2009). Berikut ini langkah-langkah penentuan sampelnya.

**Tabel 2**  
**Kriteria Sampel**

Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini	Jumlah
Total populasi	137
Populasi yang tidak masuk dalam penelitian:	(5)
Tidak terdaftar di BEI selama 3 tahun berturut-turut (2013-2015)	
Tidak memiliki <i>blockholder ownership</i> selama 3 tahun berturut-turut (2013-2015)	(19)
Memiliki ekuitas negatif pada periode penelitian	(10)
Tidak ditemukan data keuangan perusahaan pada periode penelitian	(11)
Total sampel digunakan	92

Sumber: Data sekunder yang diolah

Dalam penelitian ini, perusahaan yang memenuhi kriteria berjumlah 92 perusahaan dengan jumlah total sampel 276 tahun perusahaan manufaktur selama periode 2008-2010.

**d. Pengujian Asumsi Klasik**

**1) Uji Normalitas**

Hasil dari perhitungan *Kolmogorof Smirnov Test* (lihat Tabel 3) sudah menunjukkan distribusi yang normal pada model yang digunakan dengan nilai probabilitasnya sebesar 0,088 (0,088 > 0,05) sehingga bisa dilakukan regresi dengan Model Linear Berganda.

**Tabel 3**  
**Hasil Nilai Signifikansi Uji Kolmogorov Smirnov**

	Unstandardized Residual
Kolmogorov Smirnov Z	1,249
Nilai Signifikansi	0,088

Sumber: Data sekunder yang diolah

## 2) Uji Non-Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji *rank spearman*. Dari Tabel 4 dapat disimpulkan bahwa hubungan variable independen dengan *absolut Residual* (*absu*) tidak terjadi heterosdastisitas dengan ditunjukkan signifikansi lebih besar dari 0,05.

**Tabel 4**  
**Hasil Nilai Signifikansi Uji *rank spearman***

Variabel	Correlation Coefficient	Nilai Signifikansi
BLOCK	0,055	0,649
FOREIGN	-0,077	0,608
CASH	-0,054	0,751
FIRMSIZE	-0,018	0,951
LEV	0,047	0,730

Sumber: Data sekunder yang diolah

## 3) Uji Non-Kolinieritas Ganda (*Multicolinearity*)

Untuk mendeteksi adanya multikolinearitas dapat dilihat dari *Variance Inflation Factor* (VIF). Dari Tabel 5 dapat disimpulkan bahwa untuk variabel independen tidak terjadi multikolinieritas dengan ditunjukkan nilai VIF lebih kecil dari 10.

**Tabel 5**  
**Hasil Nilai Tolerance dan Nilai VIF Hasil Uji Multikolinearitas**

Variabel	<i>Tolerance</i>	VIF
BLOCK	0,893	1,120
FOREIGN	0,984	1,016
CASH	0,726	1,377
FIRMSIZE	0,970	1,031
LEV	0,738	1,356

Sumber: Data sekunder yang diolah

4) Uji Autokorelasi

Berikut adalah nilai Durbin Watson yang dihasilkan dari model regresi:

**Tabel 6. Hasil Nilai Durbin-Watson**

dU	Durbin-Watson	4 - dU
1.82	1,955	2.18

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel 6 dapat dilihat bahwa nilai Durbin-Watson sebesar 1,955 terletak di antara dU (1.82) hingga 4-dU (2.18) atau terletak di daerah tidak ada autokorelasi, dengan demikian dapat disimpulkan bahwa asumsi non autokorelasi terpenuhi.

Dalam pengolahan data dengan menggunakan regresi linear, dilakukan beberapa tahapan untuk mencari hubungan antara variabel independen dan variabel dependen, yaitu melalui pengaruh *blockholder ownership* (BLOCK), kepemilikan asing (FOREIGN), *cash holdings* (CASH), ukuran perusahaan (FIRMSIZE), *leverage* (LEV) terhadap nilai perusahaan (FIRMVAL)

**Tabel 7. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda**

Model	Koefisien			
Konstanta	-8,805			
BLOCK	0,038	2,332	0,020	H1 tidak ditolak
FOREIGN	1,403	2,056	0,041	H2 tidak ditolak
CASH	7,418	2,343	0,020	H3 tidak ditolak
FIRMSIZE	0,042	0,227	0,821	H4 ditolak
LEV	15,147	9,277	0,000	H5 tidak ditolak
R	= 0,514			
R Square	= 0,264			
F	= 19,386			
Sig. F	= 0,000			
Variabel dependen: Nilai Perusahaan (FIRMVAL)				

Sumber: Data sekunder yang diolah



Tabel 7 menunjukkan pengaruh yang signifikan dan positif pada variabel *blockholder ownership* (BLOCK), kepemilikan asing (FOREIGN), *cash holdings* (CASH), *leverage* (LEV) terhadap nilai perusahaan (FIRMVAL) dan tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan pada ukuran perusahaan (FIRMSIZE terhadap nilai perusahaan (FIRMVAL).

**e. Pengaruh Blockholder Ownership Terhadap Nilai Perusahaan**

Pengaruh *blockholder ownership* terhadap nilai perusahaan menghasilkan nilai signifikansi 0,020. Nilai tersebut signifikan pada tingkat kesalahan 0,05 (5%), sehingga hipotesis 1 (H1 tidak ditolak) menyatakan bahwa *blockholder ownership* berpengaruh secara individu terhadap nilai perusahaan.

Variabel *blockholder ownership* dalam penelitian ini berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tanda positif menunjukkan arah hubungan *blockholder ownership* terhadap nilai perusahaan yang menyatakan bahwa semakin tinggi *blockholder ownership* maka akan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Hal ini disebabkan dengan semakin tingginya konsentrasi kepemilikan mayoritas dalam perusahaan akan meningkatkan pula pengawasan dari para pemegang saham mayoritas serta pengambilan kebijakan-kebijakan yang akan berpengaruh pada nilai perusahaan yang semakin tinggi (Seifert *et al.*, 2002). Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan Mak dan Kusnadi (2001) yang menyatakan adanya hubungan signifikan antara *blockholder ownership* dengan nilai perusahaan dengan sampel perusahaan di Malaysia, sedangkan berbeda dengan hasil penelitian yang mereka lakukan juga dengan menggunakan sampel perusahaan Singapura yang menunjukkan tidak terdapat hubungan yang signifikan antara *blockholders ownership* dan nilai perusahaan.

**f. Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Nilai Perusahaan**

Pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan menghasilkan nilai signifikansi 0,041. Nilai tersebut signifikan pada tingkat kesalahan 0,05 (5%), sehingga hipotesis 2 (H2 tidak

ditolak) menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh secara individu terhadap nilai perusahaan.

Tanda positif menunjukkan bahwa dengan keberadaan kepemilikan asing dalam suatu perusahaan setidaknya 5% dapat meningkatkan nilai perusahaan. Angka 5% dijadikan standar variabel dalam penelitian dikarenakan jumlah tersebut dianggap baru dapat berpengaruh secara signifikan dalam suatu perusahaan. Semakin besar persentase kepemilikan saham oleh pihak asing, maka akan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan meskipun pemegang saham pihak asing tersebut tidak ikut dalam pengelolaan perusahaan, akan tetapi dengan persentase saham perusahaan yang mereka miliki cukup besar akan mempengaruhi dalam hal pengambilan keputusan manajemen perusahaan. Sehingga secara tidak langsung para pemegang saham pihak asing ikut memantau kinerja serta harga saham perusahaan yang akan mencerminkan nilai perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini sesuai dengan Khanna and Palepu (1999), dan Park (2002) yang menyatakan adanya pengaruh yang signifikan antara kepemilikan asing dan nilai perusahaan. Di sisi lain, hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Suharli (2006) yang menyatakan tidak adanya hubungan yang signifikan antara kepemilikan asing dan nilai perusahaan.

#### **g. Pengaruh Cash Holdings terhadap Nilai Perusahaan**

Pengaruh *cash holdings* terhadap nilai perusahaan menghasilkan nilai signifikansi 0,020. Nilai tersebut signifikan pada tingkat kesalahan 0,05 (5%), sehingga hipotesis 3 (H3 tidak ditolak) menyatakan bahwa *cash holdings* berpengaruh secara individu terhadap nilai perusahaan.

Tanda positif menggambarkan arah hubungan ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat *cash holdings* maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Perusahaan dengan tingkat *cash holdings* yang tinggi mampu membiayai operasional perusahaan serta kebutuhan investasinya. Hal ini juga sesuai dengan teori transaksi *cash holdings*, dimana keuntungan tingkat *cash holdings* perusahaan yang tinggi dapat digunakan

untuk melakukan pembayaran daripada dengan menggunakan aset likuid lainnya. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian dari Martinez-Sola (2010) yang menyatakan bahwa *cash holdings* meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi biaya pembiayaan dan meningkatkan nilai tambah dengan menciptakan investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Namun demikian, hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Kalcheva dan Lins (2003) yang menunjukkan adanya hubungan negatif antara *cash holdings* dengan nilai perusahaan.

#### ***h. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan***

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan menghasilkan nilai signifikansi 0,821. Nilai tersebut tidak signifikan pada tingkat kesalahan 0,05 (5%), sehingga hipotesis 4 (H4 ditolak) menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara individu terhadap nilai perusahaan.

Hasil yang tidak signifikan ini menunjukkan arah hubungan ini tidak sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin tinggi ukuran perusahaan maka nilai perusahaan akan semakin tinggi. Perusahaan dengan ukuran yang besar bisa merefleksikan tingkat profit di masa mendatang, karena perusahaan dengan ukuran perusahaan yang besar memiliki kemudahan dalam memperoleh sumber pendanaan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Kelancaran operasional perusahaan akan meningkatkan profit perusahaan dan nantinya akan berimbas pada nilai perusahaan yang semakin tinggi.

Ketidaksignifikanan variabel ukuran perusahaan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki nilai perusahaan kecil tidak berarti harga sahamnya akan rendah. Investor tidak akan melihat apakah saham yang dibelinya merupakan saham perusahaan besar atau saham perusahaan kecil. Dengan demikian nilai perusahaan tidak terpengaruh oleh besar kecilnya ukuran perusahaan, melainkan melalui saham perusahaan tersebut memiliki kecenderungan harga yang akan terus meningkat. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil dari penelitian Al-Khoury *et al.* (2004) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak

berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dan berbeda dengan hasil penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

*i. Pengaruh Leverage terhadap Nilai Perusahaan*

Pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan menghasilkan nilai signifikansi 0,000. Nilai tersebut signifikan pada tingkat kesalahan 0,05 (5%), sehingga hipotesis 5 (H5 tidak ditolak) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh secara individu terhadap nilai perusahaan.

Tanda positif menunjukkan arah hubungan ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* yang semakin tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi dapat menunjukkan bahwa kesempatan perusahaan untuk bertumbuh juga semakin besar yang ditunjukkan dengan penggunaan hutang optimal yang dialokasikan pada proyek-proyek investasi yang menguntungkan dan akan membawa manfaat atau keuntungan bagi perusahaan serta investor di masa yang akan datang sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan dikemudian hari. Hal ini berbeda dengan pernyataan Weston dan Copeland (1992) yang menyimpulkan bahwa rasio *leverage* yang tinggi menyebabkan turunnya nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil dari penelitian Mak dan Kusnadi (2001) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan berbeda dengan hasil penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

### **C. Simpulan**

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen yaitu *blockholder ownership*, kepemilikan asing, *cash holdings*, dan *leverage* secara individu berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen yaitu

nilai perusahaan, sedangkan ukuran perusahaan secara individu tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian yang telah disimpulkan pada bagian sebelumnya, diajukan beberapa saran, yaitu 1) penelitian ini menggunakan sampel dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2013-2015 dan hasil penelitiannya mewakili sektor manufaktur yang masih terdiri dari pengelompokan banyak usaha di dalamnya sehingga diperoleh hasil yang kurang relevan. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan agar penelitian dilakukan dengan pengelompokan usaha yang lebih spesifik sehingga mendapatkan hasil yang semakin relevan, dan 2) penelitian ini hanya menggunakan masing-masing satu proksi tiap variabel penelitian yang diteliti. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat menyertakan beberapa proksi penghitungan tambahan pada variabel-variabel yang diuji dalam penelitian, sehingga mampu mendapatkan hasil yang semakin beragam dan lebih luas lagi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Al-Khourri R., A. Magableh, and H. M. Aldamen. (2004). *Foreign Ownership and Firm Valuation: An Empirical Investigation*. Finance India. Vol. 18 (June).
- Anshori, M. dan S. Iswati. (2009). *Buku Ajar Metodologi Penelitian Kuantitatif*. Surabaya: Airlangga University Press.
- Berger, P. G., E. Ofek, and D. Yermack. (1997). "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions". *Journal of Finance*. Vol.52 no.4, September.
- Bursa Efek Indonesia. *Laporan Keuangan periode 2007-2010*. <http://www.idx.co.id>, diakses 29 Juli 2011.
- Copeland, Thomas E., J Fred Weston. (1992). *Financial Theory And Corporate Policy*. 5thEd, USA. Elton, Edwinj: Addison-Wesley Publishing Company, Inc.
- Easterbrook, F.H. (1984). *Two Agency Cost Explanations of Dividends*. <http://www.andidas.com>, diakses 17 Juni 2011.
- Fama, E.F. (1978). "The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holder". *The American Economic Review (AER)* vol. 68.
- Ghozali, Imam. (2006). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hilmi, U. dan S.Ali. (2008). "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Ketepatan Waktu Penyampaian Laporan Keuangan: Studi Empiris pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di BEJ Periode 2004-2006". *Working Paper. Simposium Nasional Akuntansi XI, Pontianak*.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. (1976). "Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economic*. Vol. 3 no.4.

- Kalcheva, I. and K.V. Lins. (2003). *International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems*.
- Khanna, T. and K. Palepu. (1999). "Emerging Market Business Groups, Foreign Investor and Corporate Governance". *Working Paper*. No. 6955. National Bureau of Economic Research. <http://www.ssrn.com>, diakses 24 Juni 2011.
- Mak, Y. T., and Y. Kusnadi. (2001). "Size Relly Matters: Further Evidence on The Negative Relationship Between Board Size and Firm Value". *Working Paper*. <http://www.ssrn.com>, diakses 13 Juli 2011.
- Martinez-Sola, C., J. Pedro, and P. Martinez-Solano. (2010). "Corporate Cash Holding and Firm Value". *Working Paper*. <http://www.editorialexpress.com>, diakses 27 Juni 2011.
- Myers, S.C. (1984). "The Capital Structure Puzzle". *Working Paper*. <http://www.ssrn.com>, diakses 10 Juni 2011.
- Myers, S.C. and N.S. Majluf. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have". *Working Paper*. <http://www.ssrn.com>, diakses 10 Juni 2011.
- Nash, R.C., J.M. Netter, W.L. Megginson, dan A.B. Poulsen. (2002). *The Choice of Private Versus Public Capital Markets: Evidence from Privatizations*. Working Paper. <http://www.ssrn.com>, diakses 15 Juli 2011.
- Park, K. 2002. *Foreign Ownership and Firm Value in Japan*. Working Paper. University of Missouri-Columbia.
- Peraturan Bapepam No.Kep-05/PM/2002, No. IX. H.1 ayat 1, poin d. <http://www.bapepam.go.id>, diakses 22 Juni 2011.
- Seifert, B., H. Gonenc, and J. Wright. (2002). "The International Evidence on Performance and Equity Ownership by Insiders, Blockholders, and Instituititons". *Journal of Economy*.
- Suharli, M. (2006). "Studi Empiris Terhadap Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Go

Public Di Indonesia”. *Jurnal Maksi*. Vol. 6, No.1, Januari 2006.

Sujoko dan U.Soebiantoro. (2007). “Pengaruh Struktur Kepemilikan saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan”. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9, No. 1.