

KEPEMILIKAN *BLOCKHOLDER*, *INVESTMENT OPPORTUNITY SET*, RASIO LIKUIDITAS, DAN NILAI PERUSAHAAN

Yuliani
Muizuddin

Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen Universitas Sriwijaya
Jl. Raya Prabumulih, Inderalaya-Ogan Ilir, 30662, Indonesia.

Abstract

This research aimed to measure and to find empirical evidence, blockholder ownership toward firm value, the role of Investment Opportunity Set (IOS) as mediating effect of blockholder ownership on firm value and role of liquidity ratio as moderating effect of IOS on firm value. The research was conducted at manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange in 2008-2012 period. This research used purposive sampling, and the units of analysis were 120 observations. Data analysis used was Structural Equation Modeling (SEM). The result showed that blockholder ownership did not have significant effect to firm value. IOS as full mediation had an effect on blockholder ownership toward firm value and liquidity ratio as quite moderation in strengthening the effect of IOS to firm value.

Key words: *blockholder ownership, firm value, investment opportunity set, liquidity ratio*

Teori tentang struktur kepemilikan dikembangkan Jensen & Meckling (1976). Teori tersebut didasarkan pada asumsi *rational principals, self-interested agents (opportunism), asymmetric information*, dan *risk bearing*. Mereka berpendapat bahwa perusahaan merupakan rekaan legal yang berperan menghubungkan individu-individu melalui kontrak. Mereka juga mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu mekanisme kontrak antara penyedia modal (*principals*) dan para agen. Dengan demikian, kontrak dirancang untuk meminimumkan biaya keagenan. Biaya keagenan muncul karena adanya masalah keagenan. Temuan paling penting dalam penelitian

Jensen & Meckling (1976) bahwa struktur kepemilikan terkait dengan tata kelola perusahaan, sehingga dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap tata kelola perusahaan.

Studi empiris pengaruh struktur kepemilikan perusahaan lebih fokus pada struktur kepemilikan manajerial dan kelembagaan. Masih sedikit sekali studi empiris yang mengkaji pengaruh struktur kepemilikan perusahaan secara *blockholder* terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian yang mengkaji pengaruh *blockholder* terhadap nilai perusahaan adalah Chen & Ho (2000), Sujono (2010), dan Yuliani (2012). Penelitian Chen & Ho (2000) menyimpulkan

Korespondensi Penulis:

Yuliani: Telp. +62 711 580 230; Fax. +62 711 580 964

E-mail: yuliasyapril@yahoo.com

bahwa dengan menggunakan 145 sampel perusahaan di Singapura, ditemukan bahwa kepemilikan saham *non-blockholder* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian di pasar modal Indonesia dilakukan oleh Sujono (2010) yang menemukan bahwa kepemilikan *blockholder* berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian Yuliani (2012) menyimpulkan bahwa kepemilikan *blockholder* tidak meningkatkan nilai perusahaan pada pengujian langsung. Sedangkan pengujian tidak langsung kepemilikan *blockholder* dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian Fama & French (1997) telah membuktikan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Penelitian Myers (1977) mengenai keputusan investasi memperkenalkan sejumlah peluang investasi (*investment opportunity set-IOS*). Esensi dari IOS memberi petunjuk yang lebih luas bahwa nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. Konsep ini menyimpulkan untuk memprediksi prospek perusahaan di masa yang akan datang. Penghitungan IOS adalah mengkombinasikan aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi (*investment opportunity*) di masa yang akan datang dengan *net present value* (NPV) positif atau lebih tinggi dari *cost of capital* sehingga dapat digunakan untuk meramalkan ekspektasi kekayaan pemegang saham.

Penelitian empiris pengaruh IOS terhadap nilai perusahaan hasilnya masih belum konsisten. IOS berpengaruh terhadap nilai perusahaan ditemui pada penelitian Fama (1978), MacKay (2003), Hasnawati (2005a, 2005b), Hossain *et al.* (2005), Efni (2011), dan Yuliani *et al.* (2013). Tetapi penelitian lain seperti yang dilakukan Kallapur & Trombley (1999), Bernadi (2007), dan Suharli (2007) menemukan bahwa IOS tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. IOS berpengaruh terhadap nilai perusahaan diartikan bahwa adanya sejumlah investasi yang akan mendapat surplus jika perusahaan mampu membuat keputusan investasi

yang tepat. Surplus yang diperoleh akan memberikan kontribusi terhadap *cash inflow*, kemudian diakumulasikan pada peningkatan *profit* perusahaan. Sebaliknya jika IOS tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, diartikan bahwa perusahaan memiliki defisit atas sejumlah investasi yang dilakukan sehingga akan mengurangi ekuitas dan pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan.

IOS tidak berpengaruh langsung terhadap pertumbuhan perusahaan, tetapi setelah memasukkan variabel moderasi likuiditas yang diproksi dengan *current ratio*, maka diperoleh temuan bahwa variabel moderasi *current ratio* dapat memperkuat hubungan IOS terhadap pertumbuhan perusahaan. Penguatan variabel moderasi diartikan bahwa saat tingkat likuiditas perusahaan meningkat, maka hubungan antara IOS terhadap pertumbuhan perusahaan akan menjadi lebih kuat. Penelitian ini dilakukan oleh Suharli (2007) pada 160 perusahaan *go public* di pasar bursa Indonesia dengan periode 2002-2003. IOS yang dimoderasi likuiditas dapat meningkatkan nilai perusahaan, dimaknai bahwa suatu perusahaan yang akan memilih peluang investasi adalah perusahaan yang likuid. Perusahaan yang likuid adalah perusahaan yang memiliki perbandingan antara aktiva lancar dan hutang lancar minimal memiliki rasio 2:1. Jika perusahaan memiliki rasio lancar 2:1 maka saat ada peluang untuk berinvestasi perusahaan tidak mengalami hambatan keuangan (*financial constraint*).

Berdasarkan hasil temuan yang belum konsisten antara struktur kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan, maka tujuan penelitian ini adalah menguji kembali pengaruh struktur kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan dengan mengoperasionalkan IOS sebagai mediasi pengaruh struktur kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan. Selain itu penelitian ini juga menguji kembali rasio likuiditas sebagai moderasi IOS terhadap nilai perusahaan. Penempatan rasio likui-

ditas sebagai pemoderasi didasarkan pada penelitian Suharli (2007) dan alur pikir peneliti bahwa perusahaan yang memiliki rasio likuiditas lebih baik, maka akan mampu menentukan pilihan dari berbagai alternatif investasi. Pada perusahaan yang mampu menempatkan jenis investasi diperkuat dengan ketersediaan dana yang cukup (likuid), maka semakin besar peningkatan nilai perusahaan dan kondisi sebaliknya adalah menurunkan nilai perusahaan.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Meskipun terdapat keyakinan bahwa proporsi kepemilikan saham tinggi mempunyai peran yang lebih besar agar manajemen memaksimalkan nilai perusahaan (Jensen & Meckling, 1976 dan Zeckhouser & Pound, 1990), namun kepemilikan *blockholder* dalam tingkat tertentu akan menyebabkan terjadinya penyimpangan tindakan manajemen yang akan merugikan pemegang saham minoritas (Morck *et al.*, 1988 dan Shleifer & Vishny, 1997). Hal ini terjadi jika *blockholder* tidak aktif menjalankan fungsinya. Namun jika *blockholder* mampu menjalankan fungsinya, kepemilikan *blockholder* yang semakin tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Dalam hubungan dengan pengendalian, Indonesia lebih mengarah pada mekanisme pasar sehingga diharapkan terjadi peningkatan nilai perusahaan. Studi empiris menunjukkan terdapat pengaruh signifikan positif antara kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan (Sujono, 2010). Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₁: kepemilikan *blockholder* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berbagai kesempatan investasi sebagai nilai pilihan investasi tergantung pada kebijakan manajer untuk melakukan pengeluaran modal (*discretionary expenditure*) di masa depan yang dapat dipandang sebagai pilihan pertumbuhan (Kole, 1991). IOS merupakan pilihan investasi yang

menghasilkan NPV positif, sedangkan pertumbuhan lebih kearah kemampuan manajemen dalam peningkatan nilai perusahaan. Implikasi dari IOS memainkan peran penting dalam keuangan perusahaan dalam kaitannya dengan pencapaian tujuan perusahaan. IOS berpengaruh terhadap nilai perusahaan ditemui pada penelitian Fama (1978), MacKay (2003), Hasnawati (2005a, 2005b), Hossain *et al.* (2005), Efni (2011), dan Yuliani *et al.* (2013). Perusahaan dengan kepemilikan *blockholder* jika melakukan perannya secara aktif mampu untuk memilih dari berbagai kesempatan investasi yang ada, maka perusahaan akan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₂: IOS sebagai mediasi pengaruh kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan.

Rasio likuiditas sebagai salah satu rasio keuangan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan menunjukkan bahwa kondisi perusahaan adalah likuid. Rasio likuiditas akan memperkuat hubungan IOS terhadap nilai perusahaan, dimaknai bahwa dengan kondisi perusahaan yang likuid akan mampu memilih alternatif investasi yang ada sehingga pada akhirnya terjadi peningkatan terhadap nilai perusahaan. Suharli (2007) menggaris bawahi penguatan variabel moderasi likuiditas pada 160 perusahaan *go public* di pasar bursa Indonesia dengan periode 2002-2003 menyebabkan terjadi peningkatan nilai perusahaan. Rasio likuiditas yang tercermin dalam *current ratio*, *quick ratio*, dan *operating cash flow ratio* menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan untuk melunasi hutang lancar dengan sejumlah aset lancar yang ada. Kondisi perusahaan likuid diartikan bahwa perusahaan tidak mengalami *financial distress* sehingga saat penentuan dari alternatif investasi yang ada perusahaan dapat memilih investasi yang tepat dengan pengembalian *return* maksimal. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₃: rasio likuiditas sebagai moderasi pengaruh IOS terhadap nilai perusahaan.

METODE

Jenis penelitian ini adalah *explanatory research*, dimana penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan penjelasan mengenai kausalitas antara variabel melalui pengujian hipotesis. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang termasuk dalam sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang berjumlah 139 perusahaan pada tahun 2012. Teknik penentuan sampel adalah *purposive* dengan kriteria sebagai berikut:

Tabel 1. Kriteria Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah Perusahaan
Jumlah perusahaan sektor manufaktur	139
Dikeluarkan karena laporan keuangan tidak lengkap	(35)
Dikeluarkan karena EBIT negatif	104 (46)
Dikeluarkan karena membukukan <i>retained earning</i> negatif	58 (12)
Dikeluarkan karena ekuitas negatif	46 (22)
Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria	24

Berdasarkan kriteria sampel penelitian pada Tabel 1, yang memenuhi syarat berjumlah 24 perusahaan sehingga unit analisis adalah data panel sebanyak 120 kasus. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan yang dipublikasikan di BEI, ICMD 2006-2012, maupun dari *annual report* 2006-2012.

Penelitian ini menggunakan empat variabel yang diteliti yaitu struktur kepemilikan *blockholder*, IOS, rasio likuiditas, dan nilai perusahaan. Masing-

masing variabel penelitian secara operasional dapat didefinisikan pada Tabel 2.

Metode analisis data menggunakan *structural equation model* (SEM) yang berbasis *component* atau *variance* yang terkenal dengan *partial least square* (PLS). Penelitian ini menggunakan *software* SmartPLS versi 2.0.

HASIL

Uji Linearitas

Hasil pemeriksaan asumsi linearitas untuk setiap hubungan antar variabel disajikan dalam Tabel 3. Mengacu pada prinsip *parsimony* untuk jika hubungan variabel semua bentuk model tidak signifikan, maka keputusan terhadap model ini adalah tetap linear. Dengan demikian asumsi linearitas pada model struktural ini telah terpenuhi. Asumsi model rekursif sudah terpenuhi, sehingga asumsi model dispesifikasikan dengan benar sudah terpenuhi.

Uji Goodness of Fit Model

Goodness of fit model struktural pada analisis berupa nilai koefisien determinasi total (R^2_m). Nilai ini dihitung berdasarkan nilai R^2 masing-masing variabel endogen, yaitu diperoleh R^2 untuk variabel IOS (Y_1) sebesar 0,054 dan untuk variabel nilai perusahaan (Y_2) sebesar 0,792. Berdasarkan R^2 masing-masing variabel endogen maka dapat dihitung nilai *predictive-relevance* (Q^2):

$$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2) (1 - R_2^2) = 1 - (1 - 0,054) (1 - 0,792) = 0,803$$

Nilai Q^2 diperoleh sebesar 0,803 dapat diartikan bahwa model mampu menjelaskan fenomena yang diselidiki sebesar 80,3%. Berdasarkan nilai ini, maka model yang terbentuk dikatakan cukup baik karena lebih dari 50% mampu memprediksi variabel endogen dan layak untuk digunakan sebagai dasar pengujian hipotesis.

Kepemilikan *Blockholder*, *Investment Opportunity Set*, Rasio Likuiditas, dan Nilai Perusahaan

Yuliani & Muizzuddin

Tabel 2. Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran Variabel

Variabel	Indikator	Pengukuran	Acuan
Kepemilikan <i>blockholder</i> (X ₁): Proporsi saham yang dimiliki oleh pemegang saham diatas 5% oleh individual, <i>holding company</i> , dan kepemilikan selain oleh individual dan <i>holding company</i> .	Kepemilikan <i>Blockholder</i> Individu (KBI) (X _{1.1}) Kepemilikan <i>Blockholder Holding Company</i> (KBH) (X _{1.2}) Kepemilikan <i>Blockholder</i> selain dari Individu dan <i>Holding Company</i> (KBIH) (X _{1.3})	Persentase saham <i>blockholder</i> yang dimiliki individu Persentase saham <i>blockholder</i> yang dimiliki <i>holding company</i> Persentase saham <i>blockholder</i> yang dimiliki selain oleh individu dan <i>holding company</i>	Chen & Ho (2000), Anderson & Reeb (2003), Thomsen <i>et al.</i> (2006), dan Sujono (2010)
Rasio Likuiditas (X ₂): Merupakan kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang jangka pendek atau hutang jangka panjang yang segera jatuh tempo.	<i>Current Ratio</i> (CR) (X _{2.1}) <i>Quick Ratio</i> (QR) (X _{2.2}) <i>Operating Cash Flow Ratio</i> (OCFR) (X _{2.3})	<i>Curret Assets/Current Liabilities</i> (Cash+Efek+Receivable)/ <i>Current Liabilities</i> <i>Cash Flow From Operating/Current Liabilities</i>	Beaver <i>et al.</i> (1970)
IOS (Y ₁): Merupakan kemampuan perusahaan untuk menentukan jenis investasi apa yang akan dilaksanakan	MBAR (Y _{1.1}) MBER (Y _{1.2}) EPR (Y _{1.3})	(Total Assets-Total Equity)+ (Outstanding Share*Stock Price)/Book Value of Assets (Outstanding Share*Stock Price)/Total Equity Earning Per Share/ Stock Price	Kallapur & Trombley (1999) dan Adam & Goyal (2008)
Nilai Perusahaan (Y ₂) Merupakan ukuran keberhasilan perusahaan atas operasi di masa lalu dan prospek di masa yang akan datang.	Tobin's Q (Y _{2.1}) Return On Invested Capital (ROIC)(Y _{2.2}) Return On Sales (ROS)(Y _{2.3})	$Tobin's Q_t = \left[\frac{(OS \times P) + (D + I) - CA}{TA} \right]$ OS= <i>Outstanding Share</i> P= <i>Stock Price</i> D= <i>Total Debt</i> I= <i>Total Inventory</i> CA= <i>Current Asset</i> TA= <i>Total Asset</i> <i>Earning Before Interest and Tax/ Capital</i> <i>Earning Before Interest and Tax/ Sales</i>	Myers & Majluf (1984), Pandya & Rao (1998), dan Chang & Wang (2007),

Tabel 3. Hasil Pengujian Asumsi Linearitas

Variabel Eksogen	Variabel Endogen	Hasil Pengujian ($\alpha = 0,05$)	Sig.	Keputusan
Blockholder	NP	Semua Model Tidak Signifikan	0,058	Linear
Rasio Likuiditas	NP	Model Linear Signifikan	0,000	Linear
IOS	NP	Model Linear Signifikan	0,088	Linear

Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis penelitian tampak pada Tabel 4, dimana *blockholder* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sektor manufaktur sehingga H_1 ditolak. IOS berperan sebagai mediasi pengaruh *blockholders* terhadap nilai perusahaan sehingga H_2 diterima. Sedangkan pengaruh variabel moderasi yaitu interaksi IOS* rasio likuiditas terhadap nilai perusahaan adalah signifikan, sehingga H_3 diterima.

PEMBAHASAN

Kepemilikan *Blockholder* Berpengaruh Signifikan terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil analisis pengaruh kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan, menunjukkan hasil yang tidak signifikan sebagaimana ditunjukkan dalam Tabel 4. Dengan demikian, tidak cukup bukti bahwa *blockholder* berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa kepemilikan *blockholder* yang diukur dengan proporsi kepemilikan saham di atas 5% oleh individu, *holding company*, *non-individu*, dan *non-holding company* tidak mampu menjelaskan variasi perubahan nilai perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI.

Variabel kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's Q ditemukan hasil yang tidak signifikan dengan arah positif. Hal ini mencerminkan bahwa semakin besar persentase jumlah saham yang dimiliki dalam

hal lebih dari 5% ternyata tidak berpengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan. Temuan ini berbeda dengan Morck *et al* (1988), Shleifer & Vishny (1997), serta Sujono (2010). Meskipun terdapat keyakinan bahwa proporsi kepemilikan saham yang tinggi mempunyai peran yang lebih besar agar manajemen memaksimalkan nilai perusahaan, namun kepemilikan saham *blockholder* dalam tingkat tertentu akan menyebabkan terjadinya penyimpangan tindakan manajemen yang akan merugikan pemegang saham minoritas. Kondisi ini terjadi jika *blockholder* tidak aktif menjalankan fungsinya. Temuan penelitian ini mengindikasikan hal demikian mengingat struktur kepemilikan saham di Indonesia yang cenderung terkonsentrasi.

Hasil temuan ini juga membuktikan hasil penelitian terhadap tipe keagenan di Indonesia yang dilakukan oleh La Porta *et al.* (1998) dan Claessens *et al.* (2000). Menurut La Porta *et al.* (1998), yang menyebabkan terkonsentrasinya kepemilikan saham yang sangat tinggi di Indonesia adalah dikarenakan lemahnya sistem hukum yang melindungi investor minoritas. Sehingga dibandingkan negara lain di dunia, pasar modal di Indonesia disebut *emerging market* atau pasar yang sedang berkembang. Lain halnya dengan yang diungkapkan Claessens *et al.* (2000), dimana berdasarkan hasil penelitiannya bahwa lebih dari 50% perusahaan yang ada di BEI dikuasai oleh keluarga. Sistem piramida disarankan oleh Claessens *et al.* (2000) sebagai cara pengambilalihan pemegang saham minoritas.

Tabel 4. Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel Eksogen	Variabel Mediasi	Variabel Endogen	Koefisien Jalur	p-value	Keterangan
Blockholder		NP	-0,003	0,867	H_1 Ditolak
Blockholder	IOS	NP	0,513	0,000	H_2 Diterima
IOS*Rasio Likuiditas		NP	0,488	0,000	H_3 Diterima

Signifikan pada $\alpha = 5\%$

IOS Sebagai Mediasi Pengaruh Kepemilikan *Blockholder* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis jalur untuk mengukur variabel IOS sebagai mediasi pengaruh struktur kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan diperoleh signifikan dengan nilai koefisien negatif. Hal ini berarti struktur kepemilikan *blockholder* memang berpengaruh terhadap nilai perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung yaitu melalui IOS. Berdasarkan pemeriksaan jenis mediasi variabel IOS (Tabel 4) maka diperoleh bahwa variabel IOS adalah mediasi sempurna (*full mediation*). Oleh karena pengaruh langsung struktur kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan, sedangkan pengaruh tidak langsung melalui jalur pengaruh struktur kepemilikan *blockholder* terhadap IOS, dan IOS terhadap nilai perusahaan adalah signifikan dan negatif, maka IOS berfungsi sebagai *full mediation* antara struktur kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan. Arah negatif pengaruh tidak langsung mengisyaratkan bahwa kehadiran IOS dalam mediasi pengaruh struktur kepemilikan *blockholder* justru menurunkan *magnitude* pengaruh antara struktur kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan.

Besarnya nilai koefisien pengaruh langsung antara struktur kepemilikan *blockholder* dan IOS yang negatif pada satu sisi dan pengaruh langsung IOS terhadap nilai perusahaan yang positif di sisi lain, mengisyaratkan bahwa dengan semakin rendahnya struktur kepemilikan *blockholder* dengan proporsi diatas 5% oleh individu, *holding company*, *non-individu*, dan *non-holding company* akan meningkatkan pengaruh IOS terhadap nilai perusahaan yang tercermin pada nilai Tobin's Q ketika perusahaan dalam kondisi memutuskan untuk memilih jenis investasi yang akan dilaksanakan.

Berdasarkan fakta tersebut, maka penelitian ini mampu membuktikan bahwa IOS adalah

variabel *intervening* yang bersifat sempurna untuk meningkatkan peran MBER dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Konsekuensi dari temuan ini adalah bahwa perusahaan perlu memperhatikan nilai buku dari ekuitas. Nilai buku ekuitas mencerminkan nilai kapitalisasi saham perusahaan di pasar bursa. Semakin tinggi nilai buku ekuitas diartikan bahwa prospek perusahaan di mata investor dan calon investor semakin baik. Kondisi ini akan berdampak pada keputusan pendanaan yang tidak akan mengalami kesulitan. Oleh karena itu, unsur ini memberikan efek positif bagi peningkatan nilai perusahaan.

Temuan penelitian ini mendukung dan konsisten dengan penelitian Fama (1978). Pengaruh langsung dan tidak langsung struktur kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan melalui IOS merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi itu sendiri melalui pemilihan proyek atau kebijakan lainnya seperti menciptakan produk baru, penggantian mesin yang lebih efisien, pengembangan *research & development*, dan *merger* dengan perusahaan lain (Myers, 1976). Sedangkan nilai perusahaan yang dicerminkan oleh Tobin's Q juga dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi dan pengeluaran *discretionary* di masa yang akan datang (Myers, 1977).

Apabila dikaji melalui teori sinyal (*signaling theory*), maka hasil temuan pada penelitian ini mendukung adanya teori tersebut karena IOS yang dicerminkan oleh MBER tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan jenis investasi tersebut akan memberikan sinyal tentang prospek pertumbuhan perusahaan, dalam hal ini pertumbuhan ekuitas dan prospek kapitalisasi nilai pasar saham yang tercermin dalam pertumbuhan ekuitas yang diharapkan untuk masa yang datang. Fakta ini didasarkan pada asumsi bahwa maksimum nilai perusahaan akan diperoleh melalui pemilihan investasi yang memberikan NPV yang positif. Artinya pengeluaran investasi yang dilakukan

telah dipertimbangkan dan dianalisis dengan metode yang ada, maka dipilih investasi dengan NPV positif (Chan *et al.*, 1990 dan Fama & French, 1997) bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dan pertumbuhan kapitalisasi saham di masa yang akan datang, sehingga terjadi peningkatan pada nilai perusahaan secara keseluruhan. Hasil penelitian ini telah membuktikan penelitian Fama & French (1997) bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi.

Rasio Likuiditas Sebagai Moderasi Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian untuk mengetahui interaksi IOS* rasio likuiditas dalam memoderasi pengaruh IOS terhadap nilai perusahaan sektor manufaktur di BEI ditemukan hasil yang signifikan dan positif (Tabel 4). Hal ini memberikan hasil empiris bahwa interaksi variabel moderasi sebagai interaksi IOS*rasio likuiditas mempengaruhi IOS terhadap nilai perusahaan. Temuan rasio likuiditas sebagai variabel moderasi dapat memperkuat hubungan IOS terhadap nilai perusahaan.

Penguatan rasio likuiditas yang tercermin dari indikator OCFR yang diukur dengan membandingkan arus kas dari kegiatan operasi terhadap hutang lancar, diartikan bahwa saat OCFR meningkat maka hubungan antara IOS yang tercermin dalam MBER terhadap nilai perusahaan yang direfleksikan nilai Tobin's Q akan menjadi lebih kuat. IOS yang dimoderasi likuiditas dapat meningkatkan nilai perusahaan, dimana suatu perusahaan yang akan memilih peluang investasi adalah perusahaan yang likuid. Perusahaan yang likuid adalah perusahaan yang memiliki perbandingan antara aktiva lancar dan hutang lancar minimal memiliki rasio 2:1. Jika perusahaan memiliki rasio lancar 2:1, maka saat ada peluang untuk berinvestasi perusahaan tidak mengalami hambatan

keuangan (*financial constraint*). Variabel moderasi likuiditas ini bermakna bahwa semakin likuid suatu perusahaan maka semakin mudah keputusan untuk melakukan investasi sehingga terjadi peningkatan nilai perusahaan.

Pemeriksaan terhadap jenis variabel moderasi rasio likuiditas dengan cara melihat koefisien dari pengaruh langsung rasio likuiditas terhadap nilai perusahaan yaitu signifikan dan negatif. Sedangkan pengaruh moderasi rasio likuiditas terhadap nilai perusahaan adalah signifikan dan positif. Berdasarkan koefisien dari kedua pengaruh langsung dan moderasi yang sama-sama signifikan, maka jenis variabel moderasi penelitian ini adalah *quasi moderation* atau disebut moderasi semu yang bersifat memperkuat hubungan rasio likuiditas terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2007) pada 160 perusahaan *go public* di pasar bursa Indonesia dengan periode 2002-2003. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa kebijakan jumlah pembagian dividen perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas dan diperkuat oleh likuiditas perusahaan. Likuiditas dalam penelitian ini menggunakan dua indikator yaitu *current ratio* dan *quick ratio*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengukur dan menemukan bukti empiris, kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan, peran IOS sebagai mediasi pengaruh kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan dan peran rasio likuiditas sebagai moderasi pengaruh IOS terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan *blockholder* perusahaan sektor manufaktur di Indonesia yang diukur berdasarkan proporsi 5% kepemilikan saham dimiliki oleh *holding company*. Efek dari kepemilikan *holding company* dalam penelitian ini tidak memberikan kontribusi terhadap perubahan nilai perusahaan yang tercermin dalam nilai Tobin's Q.

Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa struktur kepemilikan *blockholder* yang kecenderungan terkonsentrasi pada kepemilikan *holding company*. Peningkatan nilai perusahaan dalam penelitian ini melalui IOS, karena sifat IOS sendiri berfungsi sebagai *full mediation* yang mempengaruhi struktur kepemilikan *blockholder* terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa kehadiran kepemilikan *blockholder* dapat melalui saat penentuan keputusan investasi dalam peningkatan nilai perusahaan.

Selain itu, rasio likuiditas memperkuat pengaruh IOS terhadap nilai perusahaan. Hasil temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang kategori likuid dalam memutuskan investasi adalah perusahaan yang tidak mengalami *financial constraint*.

Saran

Kepemilikan *blockholder* dikelompokkan berdasarkan kepemilikan individu, selain individu, serta *holding company*. Alternatif lain untuk pengelompokan *blockholder* dapat dilakukan dengan *cut-off point* didasarkan atas proporsi konsentrasi kepemilikan 5%, 10%, dan 20% dari saham yang beredar.

Untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka perusahaan harus memperhatikan kinerja keuangan yang dapat berbasis pasar dan berbasis fundamental perusahaan. Kinerja keuangan yang berbasis pasar merupakan respon positif dari investor dan selanjutnya akan berdampak pada kenaikan harga saham. Sedangkan kinerja keuangan berbasis fundamental merupakan ukuran keberhasilan baik manajer maupun karyawan agar tetap mampu menghasilkan *growth* yang positif setiap tahun.

Penelitian mendatang diperlukan kajian replikasi tentang *blockholder* karena topik ini untuk kajian di pasar modal Indonesia relatif sedikit. Penelitian ini hanya dilakukan pada perusahaan sektor manufaktur sehingga perlu penelitian lebih

lanjut untuk sektor lainnya yang mempunyai karakteristik yang berbeda. Perlu kajian lanjutan untuk topik ini dengan mengoperasionalkan faktor makro, karena bagi investor pertumbuhan perusahaan menjadi salah satu faktor dalam pembelian saham. Pertumbuhan perusahaan akan terlihat pada kemampuan perusahaan dalam memilih alternatif yang tepat dari berbagai kelompok investasi yang ada.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, T. & Goyal, V.K. 2008. The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables. *The Journal of Financial Research*, 1(31): 41-63.
- Anderson, R.C. & Reeb, D.M. 2003. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3): 1301-1328.
- Beaver, W., Kettler, P., & Scholes, M. 1970. The Association between Market-Determined and Accounting Determined Risk Measures. *Accounting Review*, 45(3): 654-682.
- Bernadi, K.J. 2007. Analisis Pengaruh Cashflow dan Kebijakan Pecking Order terhadap Leverage dan Investasi Serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan-Perusahaan Sektor Manufaktur). *Disertasi*. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Chang, S.C. & Wang, C.F. 2007. The Effect of Product Diversification Strategies on the Relationship between International Diversification and Firm Performance. *Journal of World Business*, 42(1): 61-79.
- Chen, S.S. & Ho, K.W. 2000. Corporate Diversification, Ownership Structure, and Firm Value: The Singapore Evidence. *International Review of Financial Analysis*, 9(20): 315-326.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L.H.P. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1&2): 81-112.
- Efni, Y. 2011. Pengaruh Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh

- Risiko (Studi pada Sektor Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia). *Disertasi*. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Fama, E.F. 1978. The Effect of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders. *The American Economic Review*, 68(3): 272-280.
- Fama, E.F. & French, K.R. 1997. Industry Costs of Equity. *Journal of Financial Economics*, 43(2): 153-193.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firms: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Hasnawati, S. 2005a. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan Indonesia*, 34(9): 33-41.
- Hasnawati, S. 2005b. Dampak Set Peluang Investasi terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal AAI*, 9(2): 117-126.
- Hossain, M., Ahmed, K., & Godfrey, J.M. 2005. Investment Opportunity Set and Voluntary Disclosure of Prospective Information: A Simultaneous Equation Approach. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5&6): 871-907.
- Kallapur, S. & Trombley, M.A. 1999. The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(3&4): 505-519.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R.W. 1998. Law and Finance. *NBER Working Paper Series*, 7(106): 1113-1155.
- MacKay, P. 2003. Real Flexibility and Financial Structure: An Empirical Analysis. *The Review of Financial Studies*, 16(4): 1131-1165.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R.W. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1): 293-315.
- Myers, S.C. 1977. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions-Implications for Capital Budgeting: Reply. *The Journal of Finance*, 32(1): 218-220.
- Myers, S.C. & Majluf N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(7): 187-221.
- Pandya, A.M. & Rao, N.V. 1998. Diversification and Firm Performance: An Empirical Valuation. *Journal of Financial and Strategic Decision*, 11(2):67-81.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- Suharli. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9(1): 9-17.
- Sujono. 2010. Determinan Struktur Modal, Inovasi, dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Ringkasan Disertasi*. Program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Brawijaya Malang.
- Thomsen, S., Pedersen, T., & Kvist, H.K. 2006. Blockholder Ownership: Effect on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems. *Journal of Corporate Finance*. 12(2): 246-269.
- Yuliani. 2012. Blockholder Ownership, Capital Structure, and Manufacture Company Value in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*: 15(3): 471-482.
- Yuliani, Zain, D., Sudarma, M., & Solimun. 2013. Diversification, Investment Opportunity Set, Environmental Dynamics, and Firm Value (Empirical Study of Manufacturing Sectors in Indonesia Stock Exchange). *IOSR Journal of Business and Management*, 6(4): 1-15.
- Zeckhouser, R. & Pound, J. 1990. *Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance*. *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. Chicago: University of Chicago Press.