

MODEL PREDIKSI NILAI PERUSAHAAN MELALUI KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN SET KESEMPATAN INVESTASI

Herry Laksito

Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro
Jl. Erlangga Tengah No.17 Semarang, 50241

Sutapa

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung
Jl. Raya Kaligawe Km.04 Semarang, 50112

Abstract

This study empirically examined the effect of managerial ownership on firm value of Investment Opportunity Set with mediation. Model, this research examined corporate governance measured by the shares of the company's value with the mediation set of investment opportunities. The purpose of this study was to analyze the effect on the value of corporate governance mediation firm with an investment opportunity sets on manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange. The populations in this study were all of manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange and reporting financial statement in the Indonesian capital market directory during the period 2005-2007. Determination of sample used purposive sampling. The data met the characteristic of 37 firms. Statistical method used was path analysis. The results showed that managerial stock ownership (corporate governance) did not affect the value of a company with a negative direction. Managerial stock ownership (corporate governance) affected the investment opportunity set (IOS). IOS did not affect the value of the company and investment opportunity set could not significantly mediate the effect of managerial ownership (corporate governance) against the value of the firm.

Key words: managerial ownership, firm value, investment opportunity set

Kualitas laporan laba yang rendah dapat menimbulkan kesalahan dalam pembuatan keputusan dan akhirnya akan berpengaruh pada nilai perusahaan. Kualitas laporan laba sangat dipengaruhi oleh sistem tata kelola perusahaan, khususnya struktur kepemilikan (Siallagan & Machfoed, 2006). Manajemen sebagai agen dalam perusahaan menyelenggarakan tata kelola perusahaan (*kepemilikan*

manajerial) dan berkewajiban menyajikan laporan keuangan sebagai hasil kinerja manajerial selama satu tahun periode laporan keuangan perusahaan. Laporan tersebut memberikan informasi tentang kinerja perusahaan dan merupakan bahan pertanggungjawaban manajemen. Hal ini dapat menimbulkan masalah asimetri informasi karena pihak manajemen lebih mengetahui kondisi perusahaan dan

Korespondensi dengan Penulis:
Sutapa: Telp./Fax. +62 24 658 3584
E-mail: s_top70@yahoo.co.id

dapat memanipulasi pendapatan yang diterima oleh perusahaan. Dalam perspektif teori keagenan, pemisahan hubungan antara kepemilikan dengan pengendalian perusahaan yang dijalankan oleh manajer sebagai agen perusahaan hendaknya dilandasi oleh kesamaan tujuan. Ketidakesesuaian antara prinsipal (pemilik) dan agen dalam pencapaian tujuan perusahaan dapat menimbulkan masalah keagenan.

Konflik tersebut disebabkan perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen, dimana pemegang saham lebih menyukai investasi yang berisiko lebih tinggi dengan harapan memperoleh *return* yang tinggi, sementara manajemen lebih memilih investasi dengan risiko yang lebih rendah untuk melindungi posisinya (Wahyudi & Pawestri, 2006). Keputusan manajemen mengalokasikan sumber daya perusahaan diduga mempengaruhi nilai perusahaan.

Menurut Myers (1977) bahwa *investment opportunity set* (IOS) memberikan petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa akan datang. Sedangkan penelitian yang dilakukan Hasnawati (2005) menyatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh set peluang investasi. Set peluang investasi adalah suatu kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi dimasa yang akan datang dengan *net present value* positif. IOS tidak dapat diobservasi secara langsung (laten) maka perhitungannya dengan menggunakan proksi (Kallapur & Trombley, 1999). Ada empat proksi untuk jenis IOS, yaitu proksi IOS berbasis harga, proksi berbasis investasi, proksi IOS berbasis varians dan proksi IOS gabungan dari proksi individual (Pagalung, 2003). Proksi IOS berdasarkan harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi IOS berbasis investasi menunjukkan tingkat aktivitas investasi perusahaan yang tinggi berpengaruh terhadap peluang investasi perusahaan. Perusahaan dengan IOS yang

tinggi akan mempunyai investasi yang tinggi. Proksi IOS berbasis varian mendasarkan pada ide pilihan bahwa IOS akan menjadi lebih bernilai sebagai variabilitas dari return dengan dasar pada peningkatan aset. IOS gabungan adalah alternatif proksi IOS yang dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi individual, sehingga menghasilkan pengukuran yang baik untuk IOS.

Keputusan investasi diduga mempengaruhi nilai perusahaan, sedangkan pembuatan keputusan investasi dilakukan oleh pihak manajemen. Jika terdapat konflik keagenan, dimana agen tidak bertindak sesuai dengan kepentingan principal dan mengalokasikan sumber daya perusahaan pada investasi yang tidak menguntungkan perusahaan, akan dapat menurunkan nilai perusahaan. Teori keagenan menyatakan bahwa konflik keagenan dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial dalam saham perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Kepemilikan saham oleh manajer memotivasi manajemen perusahaan untuk meningkatkan kinerjanya, membuat kebijakan-kebijakan dalam operasional perusahaan yang dapat meningkatkan laba perusahaan dan memberi kemakmuran untuk pemilik serta meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, Dey (1994) mengemukakan bahwa penerapan kepemilikan manajerial yang efektif dalam jangka panjang dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan menguntungkan para pemegang saham. Siallagan & Macfoedz (2006) juga menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi nilai perusahaan. Hal yang sama diungkapkan oleh Deni Darmawati, dkk. (2005) bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian tentang implikasi struktur kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening dilakukan oleh Wahyudi & Pawestri (2006). Mereka menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi keputusan investasi dan nilai perusahaan, tetapi keputusan investasi tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan

Model Prediksi Nilai Perusahaan Melalui Kepemilikan Manajerial dan Set Kesempatan Investasi

Herry Laksito & Sutapa

Suranta & Midiastuti (2003) meneliti tentang hubungan struktur kepemilikan manajerial, investasi dan nilai perusahaan menghasilkan kesimpulan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dan investasi. Perbedaan hasil-hasil penelitian tersebut menunjukkan ketidakkonsistenan antar hasil penelitian sehingga perlu diadakan pengujian kembali. Berdasarkan latar belakang tersebut maka akan mencoba melakukan penelitian kembali tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan mediasi set peluang investasi. Adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan jika dimediasi oleh set peluang investasi perusahaan.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Manajer merupakan agen perusahaan yang diberi wewenang untuk menyelenggarakan tata kelola perusahaan. Wewenang manajer digunakan untuk membuat kebijakan dan berbagai keputusan yang berkaitan dengan perusahaan. Dana perusahaan yang berasal dari investor merupakan sumber daya perusahaan yang membutuhkan kecermatan dalam pengambilan keputusan pengalokasiannya. Dana yang tersedia diharapkan dimanfaatkan dengan baik sehingga investor mendapatkan pengembalian berupa laba sebagai imbalan atas investasinya. Laba perusahaan juga diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Laba perusahaan adalah hasil dari kepemilikan manajerial. Tata kelola perusahaan yang baik sangat dibutuhkan untuk menjaga kelangsungan hidup perusahaan karena suatu perusahaan dapat berkembang dengan baik jika manajemennya dijalankan dengan baik. Tetapi dalam perusahaan dapat terjadi penyelewengan atau kecurangan yang dilakukan oleh pihak manajemen sebagai konflik keagenan yang terjadi sebab tidak sesuainya antara prinsip pemilik dan manajer.

Konflik keagenan dapat menghambat perkembangan perusahaan dan menurunkan nilai per-

usahaan sebagai pengaruh buruknya kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian yang dikemukakan dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penjelasan tersebut mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi keputusan investasi perusahaan, keinginan manajer sebagai pengelola perusahaan seringkali mempengaruhi pengambilan keputusan investasi. Manajer lebih menyukai investasi pada proyek yang mempunyai sedikit resiko agar mendapatkan kepastian keuntungan yang akan diperoleh. Selain itu, manajer dipengaruhi oleh sifatnya sebagai manusia yang cenderung lebih mementingkan diri sehingga mendorong manajer untuk mengalokasikan dana perusahaan untuk suatu proyek yang lebih menguntungkan bagi dirinya sendiri atau melakukan penggelapan dana perusahaan, Hipotesis selanjutnya dari pernyataan ini adalah:

H₂: Struktur kepemilikan manajerial mempengaruhi set peluang investasi perusahaan.

Kombinasi aktiva yang dimiliki dan opsi investasi di masa yang akan datang yang diukur dengan kepemilikan manajerial. Manajer sebagai pengelola perusahaan membuat opsi investasi dimana mendatang, opsi tersebut dapat berupa pengembangan produk atau penelitian untuk membuat produk baru. Pengeluaran untuk investasi untuk masa yang akan datang direspon positif oleh para investor dengan harapan investasi tersebut akan mendatangkan keuntungan. Respon positif para manajer ini merupakan suatu bentuk penilaian terhadap perusahaan yang mempengaruhi harga saham dan nilai perusahaan karena nilai perusahaan dalam penelitian ini diartikan sebagai harga pasar, maka dapat ditarik hipotesis:

H₃: Set peluang investasi mempengaruhi nilai perusahaan

H₄: Set peluang investasi memediasi hubungan kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan

Sanz, 1998). Dalam penelitian ini kepemilikan manajerial dilihat dari kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen.

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur *go public* yang terdaftar di bursa efek Indonesia dan dilaporkan dalam Indonesian *capital market directory* untuk periode tahun 2005–2007. Metode *purposive sampling* dipakai untuk menentukan jumlah sampel, adapun kriteria sampel penelitian ini adalah: (1) Perusahaan manufaktur *go public* yang terdapat di Bursa Efek Jakarta tahun 2005 hingga 2007. (2) Perusahaan tersebut tidak menunjukkan adanya saldo equitas yang negatif dan / atau mengalami kerugian selama tahun 2005–2007. (3) Perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan auditan per 31 Desember untuk tahun 2005 hingga tahun 2007. (4) Perusahaan tersebut memiliki data kepemilikan saham oleh manajerial.

Berdasarkan dari kriteria tersebut perusahaan yang memenuhi kriteria sebanyak 37 perusahaan. Karena pengambilan data 3 tahun maka data yang akan diolah sebanyak 117. Data diperoleh dari referensi *Indonesian capital market directory* yang diterbitkan oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) serta beberapa jurnal riset dan literatur yang berkaitan dengan masalah penelitian.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial adalah tata kelola perusahaan yang diselenggarakan oleh manajemen sebagai agen yang ditunjuk oleh principal (pemilik perusahaan) dengan disertai pendelegasian wewenang untuk mengambil keputusan yang menyangkut kelangsungan hidup perusahaan termasuk keputusan investasi. Kepemilikan Manajerial ini diukur dari jumlah prosentase kepemilikan manajerial terhadap saham perusahaan. Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial (Iturriaga &

Set Peluang Investasi (IOS)

Set peluang investasi adalah kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi dimasa yang akan datang dengan *net present value* positif. Dalam penelitian ini, pembentukan IOS mengacu pada cara pengukuran yang dilakukan oleh Wahyudi & Pawestri (2006). Perhitungan IOS dilakukan dengan cara menghitung PPE/BVA setiap perusahaan yang terpilih sebagai sampel.

$$\text{Rasio PPE/BVA} = \frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}}{\text{Nilai Buku Total Aktiva}}$$

PPE/BVA menunjukkan perbandingan antara nilai buku aktiva tetap dengan nilai buku total aktiva (Brigham, 1999).

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah nilai suatu perusahaan yang diidentikkan dengan harga perusahaan. Nilai perusahaan sebagai dampak dari keputusan investasi perusahaan yang diukur dengan menggunakan Tobin's Q dengan suatu persamaan:

$$\text{TOBINQ} = \frac{\{(jml \text{ saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})\} + \text{total utang} + \text{inventory} - \text{aktiva lancar}}{\text{total aktiva}}$$

Analisis data penelitian dilakukan dengan menggunakan model *path analysis*. Sebelum dilakukan pengujian data harus diuji terlebih dahulu multikolinieritas, autokorelasi, heteroskedastisitas, dan normalitas.

Hubungan langsung terjadi jika satu variabel mempengaruhi variabel lainnya tanpa ada variabel ketiga yang memediasi (*intervening*) hubungan kedua variabel tadi. Hubungan tidak langsung adalah

Model Prediksi Nilai Perusahaan Melalui Kepemilikan Manajerial dan Set Kesempatan Investasi

Herry Laksito & Sutapa

jika ada variabel ketiga yang memediasi hubungan kedua variabel ini. Koefisien jalur adalah *standardized* koefisien regresi. Koefisien jalur dihitung dengan membuat 2 persamaan struktural yaitu persamaan regresi yang menunjukkan hubungan yang dihipotesiskan. Berikut ini adalah formula penyusunan regresi bertingkat dari model analisis jalur tersebut:

$$IOS = b_1 C G + e_1 \dots\dots\dots (1)$$

$$NP = b_1 C G + b_2 IOS + e_2 \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan:

NP = nilai perusahaan

b_1, b_2 = koefisien regresi

KM = kepemilikan manajerial

IOS = *investment opportunity set*

e_2 = kesalahan regresi

HASIL

Seperti yang telah dinyatakan sebelumnya, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh IOS. IOS diproksi dengan PPE/BVA. Sedangkan nilai perusahaan diproksi dengan Tobins Q.

Uji normalitas data dilakukan untuk memastikan model analisis yang paling tepat untuk data yang ada. Pengujian normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji *PP Plot* dan *Kolmogorov Smirnov*. Nilai signifikansi di atas 0,05 menunjukkan data yang berdistribusi normal.

Untuk mengetahui apakah terjadi multikolinearitas dapat dilihat dari nilai VIF. Suatu model regresi dinyatakan bebas dari multikolinearitas adalah jika mempunyai nilai VIF di bawah 10. Dari hasil perhitungan diperoleh bahwa semua variabel bebas memiliki nilai VIF yang rendah dan jauh di bawah angka 10. Dengan demikian dalam model ini tidak ada masalah multikolinieritas.

Untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi kita harus melihat nilai uji D-W. Berdasarkan

hasil analisis regresi diperoleh nilai D-W sebesar 1,836. Sedangkan nilai d_u diperoleh sebesar 1,65 dan d_L sebesar 1,30. Dengan demikian diperoleh bahwa nilai DW berada diantara d_u yaitu 1,65 dan $4-d_u$ yaitu 2,35. Dengan demikian menunjukkan bahwa model regresi tersebut berada pada daerah tanpa autokorelasi.

Pengujian heteroskedastisitas digunakan untuk melihat apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varian. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas. Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan menggunakan uji Glejser. Dari hasil perhitungan diperoleh tidak satu pun variabel yang memiliki signifikansi yang kurang dari 0,05 berarti bahwa model regresi pada model ini tidak mengandung adanya masalah heteroskedastisitas.

Pengujian Hipotesis

Tabel 1. Pengujian Hipotesis 1 dengan Analisis Regresi Linier Berganda

Model	Beta	t hitung	Signifikansi
Kepemilikan Manajerial (CG)	0,257	1,450	0,156
Set Kesempatan Investasi (IOS)	0,106	0,598	0,554

Dari Tabel 1 dapat dibentuk persamaan regresi (*standardized*) sebagai berikut:

$$\text{Nilai Perusahaan} = 0,257 CG + 0,106 IOS + \epsilon$$

Kemaknaan pengaruh prediktor sebagaimana pada model tersebut selanjutnya dibuktikan dengan pengujian hipotesis baik secara parsial maupun secara simultan

Untuk menguji keberartian model regresi untuk masing-masing variabel secara parsial dapat diperoleh dengan menggunakan uji t. Berikut akan dijelaskan pengujian masing-masing variabel secara parsial

Hasil pengujian diperoleh nilai t hitung untuk variabel kepemilikan saham manajerial menunjukkan nilai t hitung = 1,450 dan signifikansi 0,156.

Dengan menggunakan batas signifikansi 0,05, maka diperoleh nilai signifikansi tersebut di atas 0,05 yang berarti bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan tidak dapat diterima. Dengan demikian hipotesis 1 ditolak.

Tabel 2. Pengujian Hipotesis 2 dengan Analisis Regresi Linier Berganda

Model	Beta	t hitung	Signifikan
Kepemilikan Manajerial	-0,341	-2,146	0,39

Model persamaan regresi yang dapat dituliskan dari hasil tersebut (Tabel 2) dalam bentuk persamaan regresi bentuk *standardized* dari persamaan regresi tersebut adalah sebagai berikut:

$$IOS = -0,341 CG + e$$

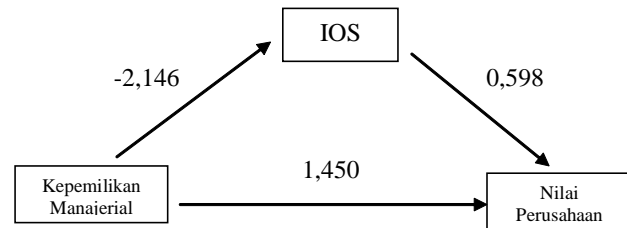
Untuk menguji keberartian model regresi untuk variabel CG terhadap IOS dapat diperoleh dengan menggunakan uji t. Hasil pengujian diperoleh nilai t hitung untuk variabel Kepemilikan saham manajerial menunjukkan nilai t hitung = -2,146 dengan signifikansi sebesar 0,039. Dengan menggunakan batas signifikansi 0,05, maka diperoleh nilai signifikansi tersebut berada di atas 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap IOS. Hal ini berarti hipotesis 2 terbukti.

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan program SPSS seperti yang tampak pada Tabel 1 dan persamaan regresi tersebut dapat dimaknai pengaruh prediktor sebagaimana pada model tersebut selanjutnya dibuktikan dengan pengujian hipotesis baik secara parsial maupun secara simultan

Hasil pengujian diperoleh nilai t hitung untuk variabel kepemilikan saham manajerial menunjukkan nilai t hitung = 0,598 dengan signifikansi sebesar 0,554. Dengan menggunakan batas signifikansi 0,05 maka diperoleh nilai signifikansi tersebut di atas 0,05 yang berarti bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa IOS memiliki pengaruh terhadap nilai

perusahaan ditolak. Hal ini berarti bahwa IOS tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis 3 tidak terbukti.

Model pengaruh langsung dan tidak langsung dari kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan melalui IOS dapat disajikan pada Gambar 1.



Gambar 1. Model Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung dari Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan dengan Melalui IOS

Model pengaruh langsung dan tidak langsung dari kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan melalui IOS adalah sebagai berikut: pengaruh langsung sebesar 1,450 dan pengaruh tidak langsung melalui IOS sebesar -2,146 x 0,598 sehingga menjadi 0,1283.

Berdasarkan hasil tersebut menunjukkan bahwa koefisien *standardized* pengaruh langsung (1,450) lebih besar dibandingkan koefisien pengaruh tidak langsung (0,1283). Kepemilikan manajerial cenderung memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis 4 ditolak.

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi secara Simultan (Uji F).

Model	Sum of Square	Df	Mean Square	F	Signifikan
Regression	2,929	2	1,464	1,058	0,358
Residual	47,070	34	1,384		
Total	49,998	36			

Pengujian pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikatnya dilakukan dengan menggunakan uji F. Hasil perhitungan statistik menunjukkan nilai F hitung = 1,058

Model Prediksi Nilai Perusahaan Melalui Kepemilikan Manajerial dan Set Kesempatan Investasi

Herry Laksito & Sutapa

dengan signifikansi sebesar 0,358. Dengan menggunakan batas signifikansi 0,05 maka signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti bahwa secara simultan variabel nilai perusahaan tidak dapat dipengaruhi oleh kepemilikan saham manajer dan IOS.

PEMBAHASAN

Pengujian pertama dilakukan terhadap pengaruh kepemilikan manajerial sebagai salah satu bentuk kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Hasil yang diperoleh t hitung menunjukkan angka 1,450 dan signifikansi 0,156, ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan arah positif. Hal ini menjelaskan bahwa dengan kepemilikan saham yang lebih besar oleh manajer tidak akan menimbulkan masalah keagenan. Manajer bertindak sebagai agen maupun *principal* tidak akan mempengaruhi kinerja manajerial. Manajer bertindak sebagai agen sekaligus sebagai *principal*, sehingga kekuasaan manajer semakin mudah untuk dikontrol oleh institusi maupun publik. Salah satunya adalah kemungkinan penerapan struktur pendanaan yang dapat lebih mengandalkan pada modal sendiri.

Pada teori *signaling* diduga bahwa kepemilikan manajerial menyebabkan peningkatan nilai perusahaan karena perusahaan yang menerapkan *corporate governance* dengan baik memberikan sinyal bahwa pihak manajemen perusahaan akan bertindak dengan baik dan benar, dalam hal ini sinyal dan bukan praktek perusahaan yang mempengaruhi nilai perusahaan. Dan kalau dilihat dari *endogeneity* adalah bahwa perusahaan yang nilai pasar tinggi cenderung menerapkan *corporate governance* lebih baik. Mereka menerapkan hal tersebut karena pihak manajemen yakin bahwa *corporate governance* akan meningkatkan lebih tinggi lagi nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Siallagan & Machfoedz (2006),

Suranta & Midiastuti (2003) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi nilai perusahaan, semakin tinggi kepemilikan manajerial maka nilai perusahaan akan menurunkan kinerja manajerial.

Pengujian pengaruh kepemilikan saham manajerial terhadap kesempatan investasi menunjukkan t hitung sebesar -2,146 dengan signifikansi 0,039 hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi set peluang investasi, diterima. Hasil tersebut konsisten dengan penelitian Suranta & Midiastuti (2003) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi investasi. Pengujian pengaruh kepemilikan manajerial signifikan terhadap IOS menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajer selalu dapat meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Hasil pengujian tersebut juga mengimplikasikan bahwa manajer yang memiliki saham pada perusahaan pasti mampu memberikan pertumbuhan yang signifikan bagi perusahaan. Hal ini dapat disebabkan karena manajer lebih cenderung mengalokasikan sumber daya perusahaan pada investasi.

Pengujian selanjutnya dilakukan terhadap variabel set peluang investasi (IOS) dengan nilai perusahaan. Penelitian ini menunjukkan hasil t hitung sebesar -0,598 dengan signifikansi 0,554. Hasil ini menunjukkan bahwa IOS tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan dan hipotesis ke-3 ditolak. Hal ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Hasnawati (2005) yang menyatakan bahwa keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan, serta tidak konsisten dengan penelitian Jensen & Mekling (1976) yang menyatakan keputusan investasi sebagai transmisi antara kepemilikan, investasi, dan nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil penelitian ini konsisten dengan Wahyudi & Pawestri (2006) yaitu investasi tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini nampaknya disebabkan karena IOS lebih cenderung menunjukkan adanya pertumbuhan aset perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan dalam hal ini cenderung merupakan proyeksi masa depan sehingga pengaruhnya terhadap kinerja tahun berjalan belum dirasakan oleh perusahaan.

Pengujian terakhir terhadap hubungan kepemilikan manajerial dan set peluang investasi dengan nilai perusahaan, berdasarkan hasil perhitungan menunjukkan bahwa koefisien *standardized* pengaruh langsung lebih besar dibandingkan koefisien pengaruh tidak langsung. Kepemilikan manajerial cenderung memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan karena perusahaan yang menerapkan *corporate governance* dengan baik memberikan sinyal bahwa pihak manajemen perusahaan akan melakukan kegiatan operasionalnya dengan baik dan benar, sehingga dengan sinyal tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini berarti set peluang investasi bukan merupakan variabel yang memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian ini menggunakan IOS sebagai variabel pemediasi dengan mendasarkan bahwa IOS memberikan petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan dimasa akan datang. Namun setelah dilakukan pengujian pengaruh kepemilikan manajerial terhadap set peluang investasi menunjukkan terdapat pengaruh yang negatif artinya dengan adanya kepemilikan manajerial yang baik tidak berpikir bahwa aktiva yang dimiliki tersebut berpeluang untuk diinvestasikan di masa yang akan datang dengan melihat *net present value*

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan jika dimediasi oleh set peluang investasi perusahaan. Berdasarkan hasil analisis bertingkat kepemilikan saham manajerial (*corporate*

governance) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan arah negatif. Hal ini menjelaskan bahwa dengan kepemilikan saham yang lebih besar oleh manajer tidak akan menimbulkan masalah keagenan.

Kepemilikan saham manajerial (*corporate governance*) berpengaruh terhadap IOS. Pengujian pengaruh kepemilikan manajerial signifikan terhadap IOS menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajer selalu dapat meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Hasil pengujian tersebut juga mengimplikasikan bahwa manajer yang memiliki saham pada perusahaan pasti mampu memberikan pertumbuhan yang signifikan bagi perusahaan.

Set kesempatan investasi tidak dapat memediasi secara signifikan atas pengaruh kepemilikan saham manajerial (*corporate governance*) terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia tidak dapat dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dan set peluang investasi.

Saran

Investor sebagai salah satu pihak yang menentukan harga pasar saham dari perusahaan, harus mampu membaca perubahan kinerja perusahaan. Dalam hal ini pertimbangan untuk melihat struktur kepemilikan saham perlu untuk terus dipantau.

Bagi perusahaan, yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebaiknya memperhatikan kembali pengaturan persentase kepemilikan saham pihak manajerial. Dan juga memperhatikan terhadap IOS yang diukur dari PPE/BVA karena mampu mempengaruhi besarnya DPR.

Bagi penelitian selanjutnya, ada bermacam-macam proksi IOS yang dapat mempresentasikan nilai IOS dalam penelitian, sedangkan empat proksi yaitu IOS yang digunakan dalam penelitian ini adalah hanya dapat memberikan hasil variabel komposit yang memiliki varians yang relatif rendah, se-

Model Prediksi Nilai Perusahaan Melalui Kepemilikan Manajerial dan Set Kesempatan Investasi

Herry Laksito & Sutapa

hingga masih perlunya menambahkan beberapa proksi IOS lainnya dalam mendapatkan variabel komposit IOS yang lebih baik. Termasuk periode penelitian dan juga obyek penelitian menggunakan obyek yang lebih luas tidak hanya pada perusahaan manufaktur.

DAFTAR PUSTAKA

- Darmawati, D., Khomsiyah, & Rahayu, R.G. 2005. Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 8(1), Januari.
- Firjiyanti, T. & Jogiyanto, H. 2002. Set Kesempatan Investasi: Konstruksi Proksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 5(1), Januari.
- Ghozali, I. 2002. *Aplikasi Analisis Multivariate*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.M. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal Financial Economic*.
- Kallapur, S. & Trombley, M.A. 1999. The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business and Accounting*, 26: 505 – 519.
- Nurmala, A. & Fauziah, F. 2006. Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS). *Ventura*, 9(1), April.
- Pagalung, G. 2003. Pengaruh Kombinasi Keuangan dan Keterbatasan Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS). *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 6(3), September.
- Siallagan, H. & Machfoedz, M. 2006. Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 10(1), Januari.
- Hasnawati, S. 2005. Dampak Set Peluang Investasi terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi dan Auditing*, 9(2), Desember.
- Suranta, E. & Midiastuty, P.P. 2003. Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linier Simultan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 5(1), Januari
- Wahyudi & Pawestri. 2006. Implikasi struktur kepemilikan Manajerial terhadap nilai Perusahaan dengan Keputusan keuangan sebagai variable Intervening. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 10(1), Januari.