

**PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN, KEBIJAKAN UTANG,
KOMISARIS INDEPENDEN DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN *GROWTH
OPPORTUNITIES* SEBAGAI VARIABEL MODERATING
(Studi Pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di BEI Periode
Tahun 2012-2015)**

Lia Setiyawati, Sugeng Wahyudi, Wisnu Mawardi

**Program Studi Magister Manajemen
Universitas Diponegoro Semarang**

ABSTRAK

Tobin's q atau besarnya rasio antara nilai pasar ekuitas ditambah dengan nilai pasar hutang dibagi dengan total aktiva. Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi sebagai perusahaan yang terus tumbuh. Tobin's q juga menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan yang relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Semakin besar nilai Tobin's q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh faktor *dividend payout ratio (DPR)*, *debt to equity ratio (DER)*, komisaris independen (KI) dan kepemilikan Institusional (INST) terhadap Tobin's q dengan *size* dan *return on investment (ROI)* sebagai variabel kontrol dan *market to book value (MBV)* sebagai variabel moderating. Populasi dalam penelitian ini yaitu seluruh perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2012-2015. Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling dan didapat 28 perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda dengan menggunakan spss dimana sebelumnya data telah diuji dengan menggunakan uji asumsi klasik seperti uji normalitas, multikolinieritas, dan autokorelasi.

Hasil penelitian model 1 menunjukkan DPR, DER, KI, INST, SIZE dan ROI secara bersama-sama berpengaruh terhadap Tobin's q dengan adjusted R² sebesar 94,5%. Sedangkan secara individual, DPR dan SIZE berhubungan negatif dan tidak signifikan terhadap Tobin's q. DER, KI dan ROI berhubungan positif dan signifikan, sedangkan INST berpengaruh negatif signifikan terhadap Tobin's q. Penelitian model 2 menunjukkan secara DER, DPR, KI, INST, SIZE, ROI, MBV, DPR*MBV, DER*MBV, KI*MBV dan INST*MBV bersama-sama berpengaruh terhadap Tobin's q dengan adjusted R² sebesar 92%. Sedangkan secara individual, DPR dan ROI berhubungan positif tidak signifikan, SIZE berhubungan negatif tidak signifikan terhadap Tobin's q. DER, KI dan MBV berhubungan positif signifikan, INST berhubungan negatif signifikan terhadap Tobin's q. MBV memoderasi pengaruh DPR, KI, dan INST terhadap Tobin's q. MBV tidak memoderasi pengaruh DER terhadap Tobin's q.

Kata kunci : *debt to equity ratio, dividend payout ratio*, komisaris independen, kepemilikan Institusional, *return on investment, size, market to book value*, Tobin's q

1. PENDAHULUAN

Pertumbuhan yang signifikan pasar modal Indonesia dipengaruhi oleh perkembangan kinerja perusahaan yang listing pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Perusahaan-perusahaan yang terdaftar dan sahamnya diperdagangkan di BEI yang menunjukkan performa yang baik akan meningkatkan nilai perusahaan mereka di mata investor. Dalam dunia pasar modal, indikator-indikator ekonomi makro tersebut sangat berdampak pada naik atau turunnya harga saham. Kenaikan inflasi dan suku bunga merupakan beberapa faktor yang menyebabkan harga saham beberapa perusahaan cenderung turun, karena kenaikan angka inflasi akan menjadi sentimen negatif bagi para investor saham.

Nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya kebijakan dividen, kebijakan utang, komisaris independen serta kepemilikan Institusional. Kebijakan dividen perusahaan dapat dilihat dari nilai *Dividen Payout Ratio* (DPR). DPR menunjukkan rasio dividen yang dibagikan perusahaan dengan laba bersih yang dihasilkan perusahaan. Penelitian oleh Myers (1977) memandang nilai dari suatu perusahaan sebagai total nilai aset dan prospek pertumbuhan untuk membuat keputusan investasi masa depan. Dalam penelitian oleh Jensen (1986) masalah terhadap *growth opportunities* perusahaan dapat timbul karena kurangnya investasi atau terlalu banyak investasi dalam perusahaan. Pertumbuhan diharapkan dapat memberikan aspek positif bagi perusahaan sehingga meningkatkan kesempatan untuk berinvestasi dari perusahaan. Untuk investor pertumbuhan perusahaan adalah prospek yang menguntungkan, karena investasi diharapkan dapat memberikan return yang tinggi di masa depan. *Growth opportunities* juga disebut sebagai peluang investasi. Peluang investasi merupakan pilihan untuk berinvestasi dalam proyek yang memiliki *net present value* positif.

Penelitian ini bertujuan untuk memperluas penelitian tentang nilai perusahaan yang sebelumnya telah dilakukan peneliti lain, sedikit peneliti yang meneliti interaksi antara faktor internal dan *growth opportunities* dengan nilai perusahaan. Penelitian yang telah ada masih sedikit yang meneliti *growth opportunities* sebagai efek moderator dengan nilai perusahaan. Penelitian ini juga memasukkan ukuran perusahaan serta *Return On Investment Ratio* (ROI) sebagai variabel control, yang bertujuan untuk mengurangi pengaruh yang disebabkan oleh faktor luar yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Ukuran suatu perusahaan yang sudah besar memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan yang baru dan masih kecil akan mengalami kesulitan untuk akses ke pasar modal. Semakin besar perusahaan semakin tinggi nilai perusahaan. Pasar menilai lebih tinggi *market value* dari *book value*nya. Investor melihat bahwa semakin besar perusahaan, semakin prospektif kinerja perusahaan tersebut. Variabel kontrol lainnya yaitu ROI, peningkatan keuntungan perusahaan dapat menarik investor untuk membeli saham perusahaan sehingga hal tersebut dapat meningkatkan nilai perusahaan.

2. LANDASAN TEORI

2.1 TEORI

2.1.1 Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) (Salvatore, 2005). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan (Euis dan Taswan, 2002). Nilai perusahaan sering diproksikan dengan menggunakan Tobin's q. Tobin's q adalah rasio atau teori yang pada tahun 1969 diperkenalkan pertama kali oleh James Tobin. James Tobin dalam Lindenberg and Ross (1981), menyatakan bahwa Tobin's q merupakan indikator untuk mengukur kinerja perusahaan, khususnya tentang nilai perusahaan yang menunjukkan suatu proforma manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan. Apabila nilai Tobin's $q > 1$, maka harga saham dalam kondisi *overvalue* yang berarti manajemen telah berhasil dalam mengelola aktiva perusahaan. Sebaliknya, apabila harga saham dalam kondisi *undervalue* berarti manajemen telah gagal dalam mengelola aktiva perusahaan.

2.1.2 Kebijakan Dividen

Brigham dan Houston (2006) menyatakan bahwa kebijakan dividen optimal (optimal dividend policy) sebuah perusahaan harus mencapai suatu keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa depan sehingga dapat memaksimalkan harga saham. Tiga teori tentang preferensi investor mengenai kebijakan dividen yaitu :

1. Dividend Irrelevance Theory (Dividen Tidak Relevan)

Beberapa kalangan berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan maupun terhadap biaya modalnya. Jika kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, maka hal tersebut tidak relevan. Pendukung dari tidak relevannya kebijakan dividen adalah Modigliani-Miller (MM).

2. Teori Bird in The Hand

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon (1959) dan John Lintner (1956) yang berpendapat bahwa ekuitas akan turun apabila rasio pembayaran dividen dinaikkan, karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan seandainya para investor menerima dividen. Gordon dan Lintner berpendapat bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen daripada pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal. *Bird in the hand theory* menyatakan bahwa nilai sebuah perusahaan akan dapat dimaksimalkan dengan menetapkan rasio pembayaran dividen yang tinggi.

3. Teori Preferensi Pajak

Teori preferensi pajak atau perbedaan pajak (*tax differential theory*) diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy, yang menyatakan bahwa Karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan capital gain, para investor lebih menyukai capital gain karena dapat menunda pembayaran pajak (Atmaja, 2008). Teori preferensi pajak menyatakan tiga alasan yang berhubungan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor akan lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah daripada pembayaran dividen yang tinggi, yaitu : (1) keuntungan modal jangka panjang akan dikenakan pajak yang lebih rendah dibandingkan pendapatan dividen, (2) pajak atas keuntungan tidak akan dibayarkan sampai saham tersebut dijual, karena adanya pengaruh nilai waktu, dan (3) Apabila selebar saham yang dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan yang terutang (Brigham dan Houston, 2006).

2.1.3 Kebijakan Utang

Kebijakan utang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari pihak eksternal. Penentuan kebijakan utang ini berkaitan dengan struktur modal karena utang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal.

1. Trade Off Theory

Pada tahun 1958 Modigliani dan Miller (MM) menunjukkan bukti bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal, bukti tersebut dengan berdasarkan serangkaian asumsi antara lain, tidak ada biaya broker (pialang), tidak ada pajak, tidak ada biaya kebangkrutan, para investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perseroan, semua investor mempunyai informasi yang sama, EBIT tidak dipengaruhi oleh biaya hutang.

2. Signaling Theory

Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan utang.

2.1.4 Komisaris Independen

Praktik *corporate governance* mengharuskan adanya komisaris independen dalam perusahaan yang diharapkan mampu menciptakan iklim yang independen, objektif dan menempatkan kesetaraan sebagai prinsip utama dalam memperhatikan kepentingan pemegang saham minoritas maupun stakeholder lainnya.

2.1.5 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh investor institusi. Investor Institusional diyakini memiliki kemampuan untuk

memonitor tindakan manajemen lebih baik dibandingkan investor individual. institusi sebagai pemilik saham dianggap lebih mampu dalam mendeteksi kesalahan yang terjadi. dan Rubin (2005) menyatakan bahwa *Institusional shareholders*, dengan kepemilikan saham yang besar, memiliki insentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan.

2.2 PENELITIAN TERDAHULU

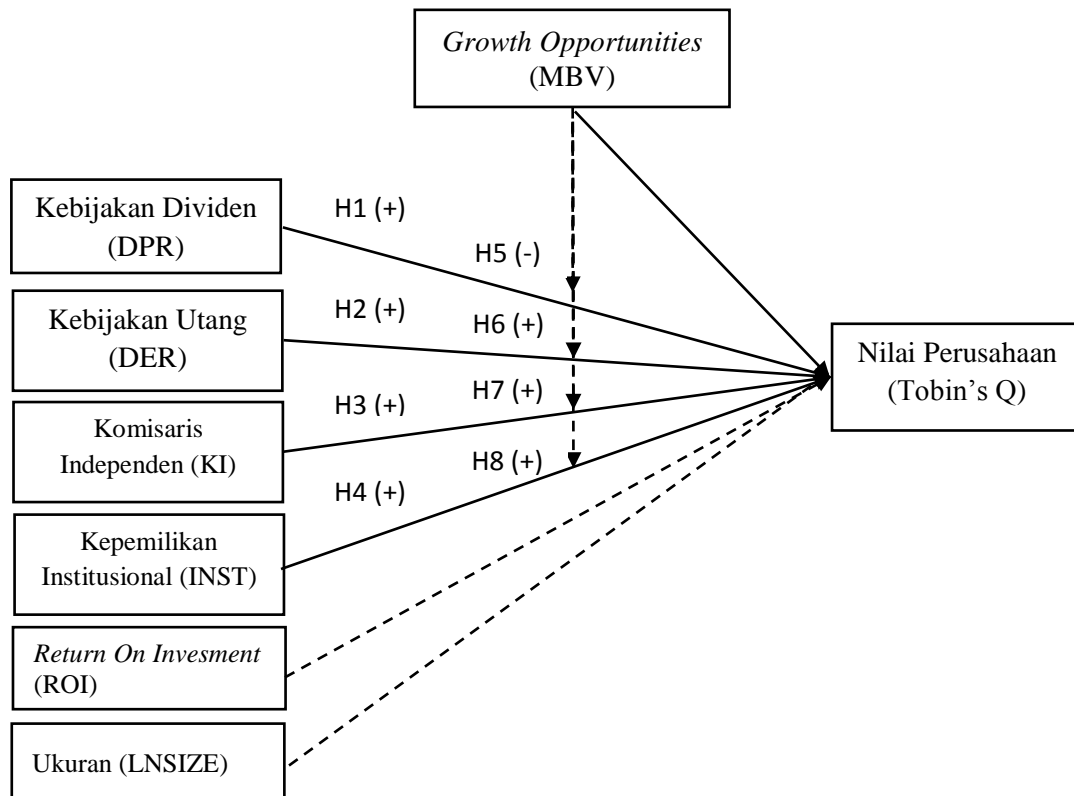
Ludwina, Ratna (2012) mengenai Analisis Komprehensif Pengaruh Family Ownership, Masalah Keagenan, Kebijakan Deviden, Kebijakan Hutang, *Corporate Governance* dan *Opportunity Growth* Terhadap Nilai Perusahaan dengan menggunakan metode analisis regresi linier berganda menunjukkan hasil Kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, Kebijakan deviden berpengaruh dengan nilai perusahaan, *opportunity growth* tidak terbukti secara signifikan mempengaruhi secara negatif hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

Kamal Ghalandari (2013) *The Moderating Effects of Growth Opportunities on the Relationship between Capital Structure and Dividend Policy and Ownership Structure with Firm Value in Iran: Case Study of Tehran Securities Exchange* dengan menggunakan metode analisis regresi linier berganda menunjukkan hasil *Capital Structure* dan *Dividend Policy* berpengaruh positif dan signifikan terhadap firm value. Variabel moderating *Growth Opportunities* mempengaruhi hubungan antara nilai perusahaan dengan *Capital Structure, Dividend Policy dan Ownership Structure*

Malihe Rostami (2015) mengenai *The Effect of Ownership Structure on Tobin's q Ratio* dengan menggunakan metode analisis regresi linier berganda menunjukkan hasil *Legal Shareholders, Individual Shareholder, Largest Shareholders, Large Shareholder* berpengaruh negative signifikan terhadap *Tobin's q Ratio*

Teguh, Prayogo (2015) *The Moderating Effect of Growth Opportunities on the Relationship Between Financing Decision, Dividend Policy, Profitability and Liquidity Toward Firm Value* dengan menggunakan metode analisis regresi linier berganda menunjukkan hasil *Financing Decision, Profitability* berpengaruh positif dan signifikan, *Dividend Policy, Liquidity* berpengaruh positif dan tidak signifikan. Variabel *Growth Opportunities* berpengaruh signifikan terhadap hubungan antara *Firm Value* dengan *Financing Decision, Profitability and Liquidity*, dan *Growth Opportunities* berpengaruh tidak signifikan dalam mempengaruhi hubungan *Dividend Policy* terhadap *Firm Value*.

2.3 KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS



Sumber : data diolah penulis, 2016

3 METODELOGI PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder yang dipakai dalam penelitian ini antara lain laporan keuangan tahunan perusahaan dan laporan kegiatan perdagangan saham yang didalamnya meliputi variabel *Debt to Equity Ratio* (DER), *Dividend Payout Ratio* (DPR), Komisaris Independen (KI), Kepemilikan Institusional (INST), Nilai Perusahaan (Tobin's q), *Growth Opportunities* (MBV), ukuran perusahaan dan ROI.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 sampai dengan tahun 2015. Pemilihan sampel dengan metode *purposive sampling*. Data laporan keuangan dan laporan tahunan yang digunakan adalah tahun 2012 sampai dengan tahun 2015.

3.3 Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi. Pengumpulan dari laporan keuangan sampel yang terdapat pada website Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2012 sampai 2015, jurnal-jurnal dalam maupun luar negeri serta referensi pendukung lainnya.

3.4 Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel yang akan digunakan pada penelitian ini, dapat diuraikan sebagai berikut :

1. Variabel terikat atau dependen
Variabel terikat atau dependen adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel bebas (Sugiyono, 2009: 39). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's q .
2. Variabel bebas atau independen
Variabel bebas atau independen adalah variabel yang memengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen atau terikat (Sugiyono, 2009: 59). Variabel bebas atau independen dalam penelitian ini adalah *Debt to Equity Ratio* (DER), *Dividend Payout Ratio* (DPR), Komisaris Independen (KI), Kepemilikan Institusional (INST).
3. Variabel Moderasi
Variabel moderator adalah variabel yang mempengaruhi (memperkuat dan memperlemah) hubungan antara variabel dependen dan variabel independen. Penelitian ini menggunakan indikator untuk variabel kesempatan bertumbuh (*growth opportunities*) berupa *Market to Book Value* (MBV) menunjukkan nilai sebuah perusahaan yang diperoleh dengan membandingkan nilai pasar perusahaan (*market value* - MV) dengan nilai bukunya (*book value* - BV).
4. Variabel Kontrol
Dalam menguji hipotesis dalam penelitian ini akan dikembangkan beberapa model penelitian dengan memasukkan beberapa variabel kontrol, yaitu: firm size, dan *Return On Investment* (ROI).

Tabel 3.3
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Skala
1	Nilai Perusahaan (Tobin's q)	Rasio antara harga saham dengan nilai buku perlembar saham.	$\frac{(\text{Harga Saham} \times \text{Jumlah Saham}) + \text{Utang}}{\text{Total Aset}}$	Rasio
2	<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)	Perbandingan antara total utang terhadap modal sendiri.	$\frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$	Rasio
3	<i>Dividend Pay out Ratio</i> (DPR)	Dividen per lembar saham dibagi laba per lembar saham.	$\frac{\text{Dividen per Lembar Saham}}{\text{Laba per Lembar Saham}}$	Rasio
4	Komisaris Independen (KI)	Anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen.	$\frac{\text{Jumlah komisaris independen}}{\text{Jumlah dewan komisaris}}$	
5	<i>Institutional Ownership</i> (INST)	Kepemilikan saham oleh pihak Institusional dalam perusahaan.	$\frac{\text{Jumlah saham dimiliki Institusional}}{\text{Total saham beredar}}$	
6	<i>Growth Opportunities</i> (MBV)	Rasio antara harga saham dengan nilai buku perlembar saham setiap tahun.	$\frac{\text{Harga Saham per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku per Lembar Saham}}$	Rasio
7	<i>Return On Investment</i> (ROI)	Kemampuan modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan.	$\frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}}$	Rasio
8	Ukuran Perusahaan (LnSize)	Besarnya aset yang dimiliki oleh perusahaan.	Nilai logaritma dari total asset	

3.5 Pengujian Asumsi Klasik

Terjadinya penyimpangan asumsi klasik dalam penelitian dalam penggunaan model regresi berganda dalam menguji hipotesis sangat mungkin terjadi sehingga harus dihindari. Dalam penelitian ini asumsi klasik yang dianggap penting adalah tidak terjadi multikolinearitas antar variabel independen, tidak terjadi heteroskedastisitas atau varian variabel pengganggu yang konstan (homoskedastisitas) dan tidak terjadi autokorelasi antar residual setiap variabel independen (Ghozali, 2001).

3.6 Teknis Analisis Data

Hubungan utama yang akan diuji dalam penelitian ini, yaitu pengaruh kebijakan dividen, kebijakan utang, kepemilikan manajerial, kepemilikan Institusional terhadap nilai perusahaan. Penulis menambahkan variabel moderasi *growth opportunities* untuk melihat pengaruh variabel tersebut terhadap hubungan antara kebijakan dividen, kebijakan utang, kepemilikan manajerial, kepemilikan Institusional terhadap nilai perusahaan. Model penelitian ini adalah:

Model 1 :

$$\text{Tobin's } q = \alpha + \beta_1\text{DPR} + \beta_2\text{DER} + \beta_3\text{KI} + \beta_4\text{INTS} + \beta_5\text{ROI} + \beta_6\text{LNSIZE} + \varepsilon$$

Model 2:

$$\text{Tobin's } q = \alpha + \beta_1\text{DPR} + \beta_2\text{DER} + \beta_3\text{KI} + \beta_4\text{INTS} + \beta_5\text{MBV} + \beta_6(\text{DPR}*\text{MBV}) + \beta_7(\text{DER}*\text{MBV}) + \beta_8(\text{KI}*\text{MBV}) + \beta_9(\text{INTS}*\text{MBV}) + \beta_{10}\text{ROI} + \beta_{11}\text{LNSIZE} + \varepsilon$$

Dimana :

Tobin's q	:	Nilai perusahaan perusahaan i pada tahun t
DPR	:	Kebijakan Dividen perusahaan i pada tahun t
DER	:	Kebijakan Utang perusahaan i pada tahun t
KI	:	Komisaris Independen perusahaan i pada tahun t
INST	:	Kepemilikan Institusional perusahaan i pada tahun t
MBV	:	<i>Growth Opportunities</i> perusahaan i pada tahun t
DPR*MBV	:	Variabel interaksi DPR dan MBV
DER*MBV	:	Variabel interaksi DER dan MBV
KI*MBV	:	Variabel interaksi KI dan MBV
INST*MBV	:	Variabel interaksi INST dan MBV
LNSIZE	:	Ukuran perusahaan i pada tahun t
ROI	:	<i>Return On Investment</i> perusahaan i pada tahun t

3.6.1 Analisis Regresi dengan Variabel Moderating

Variabel moderating adalah variabel independen yang memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen lainnya terhadap variabel dependen. *Moderated Regression Analysis* (MRA) atau uji interaksi merupakan aplikasi khusus regresi berganda linear dimana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi (perkalian dua atau lebih variabel independen). Dalam uji interaksi ini rentan sekali terjadi masalah multikolinearitas karena disebabkan oleh interaksi itu sendiri yang mengalikan

variabel independen terhadap variabel moderatingnya. Terdapat alternatif untuk menghindari hubungan yang erat akibat interaksi yang terjadi pada model yaitu dengan uji nilai selisih mutlak. Froot dan Shearon (1991) dalam Ghazali (2011) mengajukan model regresi yang agak berbeda untuk menguji pengaruh moderasi yaitu dengan model nilai selisih mutlak.

3.6.2 Uji F (Goodness of Fit)

Uji ini digunakan untuk pengujian ini dapat digunakan untuk mengetahui apakah permodelan yang dibangun memenuhi kriteria fit atau tidak. Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus: $F = \frac{(1-R^2) / (N-k)}{R^2 / (k-1)}$ hitung. Jika F-hitung $> F$ -tabel ($\alpha, k-1, n-k$), maka H_0 ditolak; dan Jika F-hitung $< F$ -tabel ($\alpha, k-1, n-k$), maka H_0 diterima. Pada output regresi, uji F juga dapat dilihat dengan membandingkan nilai probabilitas dengan α yang ditentukan, dengan demikian apabila hasil perbandingan menunjukkan bahwa nilai probabilitas ($0,000 < \alpha$ ($0,05$)) dapat dikatakan bahwa permodelan yang dibangun memenuhi kriteria fit.

3.6.3 Uji t-statistik (Parsial)

Uji keberartian koefisien (b_i) dilakukan dengan statistik-t. Nilai t-hitung dapat dicari dengan rumus: $t = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Error } (b_i)}$ hitung t Jika t-hitung $> t$ -tabel ($\alpha, n-k-1$), maka H_0 ditolak; dan Jika t-hitung $< t$ -tabel ($\alpha, n-k-1$), maka H_0 diterima. Pada output regresi, uji parsial juga dapat dilakukan dengan melihat nilai probabilitasnya, apabila nilai probabilitas ($0,000 < \alpha$ ($0,05$)) maka hipotesis diterima.

3.6.4 Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) dimaksudkan untuk mengetahui seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen Ghazali (2011). Nilai koefisien determinasi (R^2) antara 0 (nol) dan 1 (satu). Nilai R^2 yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

4 HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Statistik Deskriptif

Berdasarkan rasio keuangan yang diinput dari laporan keuangan perusahaan perbankan yang dipublikasi oleh masing-masing perusahaan periode 2011-2015 maka dapat diketahui nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian yang dapat dilihat pada tabel 4.1 di bawah ini :

Tabel 4. 1
Perhitungan Nilai Minimum, Maksimum, Mean, Standar Deviasi

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
TOBIN'S Q	112	18,54	92,35	49,7587	16,57323
DPR	112	-60,47	1350,54	59,8898	150,92612
DER	112	,18	3,40	1,0519	,75505
KI	112	20,00	100,00	39,4938	13,06975
INST	112	19,96	98,18	66,5838	16,77784
ROI	112	-,29	91,17	13,6804	12,07853
LNSIZE	112	12,52	19,32	16,1632	1,60086
MBV	112	,14	756,27	83,8726	115,20601
Valid N (listwise)	112				

4.3.1 Persamaan Pertama

1) Uji Koefisien Determinan (R^2) Model Pertama

Nilai koefisien determinasi menunjukkan persentase variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen. Nilai koefisien determinasi dapat diketahui dari nilai *adjusted R²*. Hasil *output* SPSS atas besarnya nilai *adjusted R²* dapat dilihat pada tabel 4.2 di bawah ini :

Tabel 4.2
Koefisien Determinasi Model Pertama

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,973 ^a	,948	,945	3,90182

a. Predictors: (Constant), LNSIZE, DPR, KI, SQRTDER, ROI, INST

b. Dependent Variable: Tobin's q

Nilai koefisien determinasi (*adjusted R²*) sebesar 0,945 artinya sebesar 94,50 % variasi Tobin's q dapat dijelaskan oleh variabel DPR, DER, KI, INST, ROI, dan SIZE sedangkan sisanya sebesar 5,50 % dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model regresi.

2) Uji F (Uji Pengaruh secara simultan) Model Pertama

Pengaruh variabel independen (DPR, DER, KI, INST, ROI, dan SIZE) terhadap Tobin's q berdasarkan hasil *output* SPSS dapat dilihat pada tabel 4.3 :

Tabel 4.3
Perhitungan Regresi Simultan Model Pertama

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	
1	Regression	28890,048	6	4815,008	316,273	.000 ^a
	Residual	1598,544	105	15,224		
	Total	30488,591	111			

a. Predictors: (Constant), LNSIZE, DER, KI, DPR, ROI, INST

b. Dependent Variable: Tobin's q

Hasil perhitungan dapat diketahui bahwa nilai F sebesar 316,273 dan nilai signifikansi sebesar 0,000 sehingga F hitung (316,273) > F tabel (1,96) dan nilai signifikansi lebih kecil dari 5% atau 0,05 yaitu sebesar 0,000 maka dapat disimpulkan bahwa model yang diajukan telah layak (*goodness of fit*).

3) Uji t (Uji pengaruh secara parsial) Model Pertama

Hasil *output* SPSS menunjukkan bahwa pengaruh secara parsial variabel independen (DPR, DER, KI, INST, ROI, dan SIZE) terhadap Tobin's q dapat dilihat pada tabel 4.4 sebagai berikut :

Tabel 4.4
Perhitungan Regresi Parsial Model Pertama

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	10,324	5,136		2,010	0,47
	DPR	-,001	,002	-,012	-,531	,597
	SQRTDER	46,440	1,085	,975	42,785	,000
	KI	,066	,029	,052	2,272	,025
	INST	-,107	,026	-,108	-4,166	,000
	ROI	,122	,033	,089	3,673	,000
	LNSIZE	-,154	,252	-,015	-,610	,543

Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilihat dari nilai beta *unstandardized coefficient*, sedangkan untuk mengetahui variabel independen mana yang paling mempengaruhi rasio Tobin's q maka yang digunakan adalah beta *standardized coefficient*. *Standard error* menunjukkan adanya kesalahan data yang dapat menyebabkan hasil menjadi bias karena besarnya *outliers*. *Standard error* juga digunakan sebagai variabel penyebut dalam perhitungan t hitung. Nilai *standard error* di bawah 1 artinya *outliers*

relatif rendah, namun apabila nilai *standard error* di atas 1 maka *outliers* relatif tinggi. Persamaan regresi linier yang dapat disusun atas hasil pengujian sesuai tabel 4.4 di atas adalah sebagai berikut :

$$\text{Tobin's } q = 10,324 - 0,001 \text{ DPR} + 46,440 \text{ DER} + 0,66 \text{ KI} - 0,107 \text{ INST} + 0,122 \text{ ROI} - 0,154 \text{ LNSIZE}$$

4.3.2 Persamaan Kedua

1) Uji Koefisien Determinan (R^2) Model Kedua

Nilai koefisien determinasi menunjukkan persentase variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen. Nilai koefisien determinasi dapat diketahui dari nilai *adjusted R²*. Hasil *output* SPSS atas besarnya nilai *adjusted R²* dapat dilihat pada tabel 4.5 di bawah ini :

Tabel 4.5
Koefisien Determinasi Model Kedua

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.963 ^a	.928	.920	4,64278

a. Predictors: (Constant), ABSINST, Zscore(KI), Zscore(SQRTDPR), Zscore(DER), Zscore(INST), ABSDER, Zscore(ROI), Zscore(LNSIZE), ABSKI, Zscore(MBV), ABSDPR

b. Dependent Variable: Tobin's q

Nilai koefisien determinasi (*adjusted R²*) sebesar 0,920 artinya sebesar 92,0% variasi Tobin's q dapat dijelaskan oleh variabel DPR, DER, KI, INST, ROI, dan SIZE dengan MBV sebagai variabel moderating sedangkan sisanya sebesar 8% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model regresi.

2) Uji F (Uji Pengaruh secara simultan) Model Kedua

Pengaruh variabel independen (DPR, DER, KI, INST, ROI, dan SIZE) terhadap Tobin's q berdasarkan hasil *output* SPSS dapat dilihat pada tabel 4.6 :

Tabel 4.6
Perhitungan Regresi Simultan Model Kedua

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	27339,715	11	2485,429	115,304	,000 ^b
Residual	2112,429	98	21,555		
Total	29452,143	109			

a. Dependent Variable: Tobin's q

b. Predictors: (Constant), ABSINST, Zscore(KI), Zscore(SQRTDPR), Zscore(DER), Zscore(INST), ABSDER, Zscore(ROI), Zscore(LNSIZE), ABSKI, Zscore(MBV), ABSDPR

Hasil perhitungan SPSS pada tabel 4.6 dapat diketahui bahwa nilai F sebesar 115,304 dan nilai signifikansi sebesar 0,000 sehingga F hitung (115,304) > F tabel (1,96) dan nilai signifikansi lebih kecil dari 5% atau 0,05 yaitu sebesar 0,000 maka dapat disimpulkan bahwa model yang diajukan telah layak (*goodness of fit*).

3) Uji t (Uji pengaruh secara parsial) Model Kedua

Hasil *output* SPSS menunjukkan bahwa pengaruh secara parsial variabel independen (DPR, DER, KI, INST, ROI, dan SIZE) terhadap Tobin's q dengan MBV sebagai Variabel Moderating dapat dilihat pada tabel 4.7 sebagai berikut:

Tabel 4.7
Perhitungan Regresi Parsial Model Kedua

		Coefficients ^a					Collinearity Statistics	
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF
		B	Std. Error	Beta				
1	(Constant)	51,593	1,261		40,905	,000		
	Zscore(DER)	15,841	,562	,934	28,184	,000	,666	1,501
	Zscore(KI)	1,465	,556	,090	2,637	,010	,630	1,588
	Zscore(INST)	-1,910	,538	-,115	-3,550	,001	,695	1,440
	Zscore(ROI)	,584	,540	,035	1,083	,282	,684	1,463
	Zscore(LNSIZE)	-,270	,533	-,017	-,507	,613	,686	1,457
	Zscore(MBV)	3,236	,914	,198	3,539	,001	,234	4,267
	Zscore(SQRTDPR)	1,518	,838	,092	1,811	,073	,281	3,553
	ABSDPR	-2,174	,924	-,152	-2,353	,021	,175	5,713
	ABSDER	-,404	,810	-,018	-,499	,619	,573	1,746
	ABSKI	-1,801	,791	-,099	-2,278	,025	,390	2,563
	ABSINST	1,573	,736	,082	2,139	,035	,495	2,021

a. Dependent Variable: Tobin's q

Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilihat dari nilai beta *unstandardized coefficient*, sedangkan untuk mengetahui variabel independen mana yang paling mempengaruhi profitabilitas maka yang digunakan adalah beta *standardized coefficient*. *Standard error* menunjukkan adanya kesalahan data yang dapat menyebabkan hasil menjadi bias karena besarnya *outliers*. *Standard error* juga digunakan sebagai variabel penyebut dalam perhitungan t hitung. Nilai *standard error* di bawah 1 artinya *outliers* relatif rendah, namun apabila nilai *standard error* di atas 1 maka *outliers* relatif tinggi.

Persamaan regresi linier yang dapat disusun atas hasil pengujian sesuai tabel 4.7 di atas adalah sebagai berikut :

$$\text{Tobin's } q = 51,593 + 1,518 \text{ DPR} + 15,841 \text{ DER} + 1,465 \text{ KI} - 1,910 \text{ INTS} + 3,236 \text{ MBV} - 2,174 |\text{DPR-MBV}| - 0,404 |\text{DER-MBV}| - 1,801 |\text{KI-MBV}| + 1,573 |\text{INTS-MBV}| + 0,584 \text{ ROI} - 0,270 \text{ LNSIZE} + \varepsilon$$

Hasil regresi uji t model 1 dan model 2 variabel DPR pada model 1 maupun 2 menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan pada taraf 5%. Variabel DER, KI, INST pada model 1 dan 2 berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan variabel kontrol ROI pada model 1 berpengaruh signifikan dan pada model 2 tidak signifikan dan variabel kontrol LNSIZE pada model 1 dan 2 berpengaruh tidak signifikan pada taraf 5%. Variabel moderating MBV, DPR*MBV, KI*MBV dan INST*MBV pada model 2 menunjukkan pengaruh yang signifikan sedangkan DER*MBV pada model 2 tidak berpengaruh signifikan pada taraf 5% terhadap nilai perusahaan.

Tabel 4.8
Ringkasan Hasil Regresi Uji t Model 1 dan Model 2

Variables	Model 1			Model 2		
	t-statistic	Sig	Significant/Not Significant	t-statistic	Sig	Significant/Not Significant
DPR	-,531	,597	Not Significant*	1,811	,073	Not Significant*
DER	42,785	,000	Significant*	28,184	,000	Significant*
KI	2,272	,025	Significant*	2,637	,010	Significant*
INST	-4,166	,000	Significant*	-3,550	,001	Significant*
ROI	3,673	,000	Significant*	1,083	,282	Not Significant*
LNSIZE	-,610	,543	Not Significant*	-,507	,613	Not Significant*
MBV				3,539	,001	Significant*
DPR*MBV				-2,353	,021	Significant*
DER*MBV				-,499	,619	Not Significant*
KI*MBV				-2,278	,025	Significant*
INST*MBV				2,139	,035	Significant*

*At Significant Level of 5%

4.3 Pembahasan

4.1.1 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Pada model persamaan pertama koefisien regresi variabel dividen payout

ratio (DPR) sebesar $-0,531$ dengan nilai signifikansi sebesar $0,597$ lebih besar dari $0,05$ menunjukkan bahwa DPR tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Tobin's q) pada perusahaan non keuangan di BEI periode 2012-2015 sehingga hipotesis pertama ditolak. Sedangkan pada model persamaan kedua yang memasukkan MBV sebagai variabel moderating menunjukkan koefisien regresi sebesar $1,811$ dengan nilai signifikansi $0,073$ lebih besar dari $0,05$ menunjukkan bahwa DPR tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Tobin's q).

Dari hasil analisis, maka disimpulkan bahwa kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini dapat dilihat dari 28 sampel yang diamati selama empat tahun. Hasil menunjukkan bahwa deviden yang dibagikan oleh perusahaan sampel untuk empat tahun pengamatan penelitian relatif sama, seperti deviden yang dibagikan oleh PT Astra Internasional Tbk yang membagikan deviden 45% untuk tahun 2012, 2013 dan 2014. Hal tersebut menindikasikan bahwa besarnya jumlah deviden yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham tidak berkaitan dengan nilai perusahaan. Hasil tersebut sejalan dengan teori *Dividend Irrelevance Theory* (Dividen Tidak Relevan) yang dikemukakan oleh Modigliani-Miller (MM) bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan maupun terhadap biaya modalnya. Jika kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, maka hal tersebut tidak relevan. Berdasarkan keputusan investasi perusahaan, pembayaran deviden tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham. Nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dan memperbesar asset perusahaan dengan keputusan atau kebijakan investasi yang dilakukan perusahaan.

4.1.2 Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan

Pada model persamaan pertama koefisien regresi variabel kebijakan utang yang diproksikan dengan debt to equity ratio (DER) sebesar $42,785$ dengan nilai signifikansi sebesar $0,000$ lebih kecil dari $0,05$ menunjukkan bahwa DER berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Tobin's q) pada perusahaan non keuangan di BEI periode 2012-2015 sehingga hipotesis kedua diterima. Sedangkan pada model persamaan kedua yang memasukkan MBV sebagai variabel moderating menunjukkan koefisien regresi sebesar $28,184$ dengan nilai signifikansi $0,000$ lebih besar dari $0,05$ menunjukkan bahwa DPR berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Tobin's q).

Pengujian yang dilakukan pada variabel kebijakan utang yang diproksikan dengan DER menunjukkan bahwa kebijakan utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan *Trade off theory* menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Dan sebaliknya, setiap jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, dengan asumsi titik target struktur modal optimal belum tercapai, maka berdasarkan *trade off theory* memprediksi adanya hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan. Solihah dan Taswan (2002) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai

perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Modigliani and Miller pada tahun 1963 bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasnawati (2005) dan Teguh, Prayogo (2015) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

4.1.3 Pengaruh Komisaris Independen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian tentang pengaruh komisaris independen terhadap nilai perusahaan menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,025 dimana signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga hipotesis ketiga diterima. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa komisaris independen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan nilai t sebesar 2,272 dan dapat dilihat koefisiensi penelitian bernilai positif yang berarti bahwa semakin banyak komisaris independen maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Hary Wisnu (2014) menyatakan bahwa komisaris independen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yaitu bahwa semakin banyak komisaris independen maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Status independen terfokus kepada tanggungjawab untuk melindungi pemegang saham, khususnya pemegang saham independen dari praktik curang atau melakukan tindak kejahatan pasar modal. Kepentingan pemegang saham yang terlindungi dengan adanya komisaris independen akan menekan terjadinya tindak kecurangan yang sering dilakukan oleh manajemen perusahaan sehingga pemegang saham merasa aman dan akan meningkatkan nilai perusahaan.

4.1.4 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian tentang pengaruh komisaris independen terhadap nilai perusahaan menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,000 dimana signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga hipotesis ketiga diterima. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa komisaris independen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan nilai t sebesar -4,166 dan dapat dilihat koefisiensi penelitian bernilai negatif yang berarti bahwa semakin banyak kepemilikan Institusional maka nilai perusahaan akan semakin menurun.

Kepemilikan Institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh investor institusi. Investor Institusional dalam melakukan pengawasan relatif lemah, sehingga tidak mampu membuat perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Institusi sebagai pemilik saham dianggap lebih mampu dalam mendeteksi kesalahan yang terjadi. Namun investor Institusional adalah pemilik sementara, sehingga hanya terfokus pada laba sekarang (*current earnings*). Jika perubahan pada laba sekarang tidak dirasakan menguntungkan oleh investor, maka investor dapat melikuidasi sahamnya. Investor Institusional biasanya memiliki saham dalam jumlah besar, sehingga jika mereka melikuidasi sahamnya akan memengaruhi nilai saham secara keseluruhan. Untuk menghindari tindakan likuidasi dari investor, manajer akan melakukan tindakan manajemen laba yang dapat menurunkan nilai perusahaan

4.1.5 Pengaruh Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan dengan

***Growth Opportunities* sebagai Variabel Moderating**

Hasil penelitian tentang pengaruh kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan dengan *growth opportunities* sebagai variabel moderating menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,021 dimana signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga hipotesis kelima diterima. Hasil penelitian menunjukkan nilai t sebesar -2,353 dan dapat dilihat koefisiensi penelitian bernilai negatif. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa *growth opportunities* sebagai variabel moderating yang memperlemah hubungan antara kebijakan deviden dengan nilai perusahaan. Perusahaan yang tumbuh melakukan investasi terhadap asset lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Pertumbuhan perusahaan memerlukan modal yang tinggi, sehingga laba yang dihasilkan perusahaan lebih banyak digunakan untuk melakukan investasi daripada dibagikan ke pemegang saham melalui deviden. Hasil ini mendukung penelitian Kusuma (2006) membuktikan bahwa perusahaan yang tumbuh memberikan deviden yang lebih kecil dari perusahaan yang tidak tumbuh. Karena, laba yang ditahan yang dihasilkan perusahaan sebagian perusahaan di alokasikan untuk melakukan ekspansi.

4.1.6 Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan dengan *Growth Opportunities* sebagai Variabel Moderating

Hasil penelitian tentang pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan dengan *growth opportunities* sebagai variabel moderating menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,573 dimana signifikansi tersebut lebih besar dari 0,05 sehingga hipotesis ketiga ditolak. Hasil penelitian menunjukkan nilai t sebesar -0,404 dan dapat dilihat koefisiensi penelitian bernilai negatif. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa *growth opportunities* sebagai variabel moderating tidak mempengaruhi hubungan antara kebijakan utang dengan nilai perusahaan. *Growth opportunities* dapat memperlemah hubungan antara kebijakan utang dengan nilai perusahaan tetapi tidak signifikan sehingga hipotesis ke enam ditolak.

Kesempatan bertumbuh berperan dalam mempengaruhi kebijakan perusahaan, seperti kebijakan utang, kebijakan dividen, dan lain-lain. Perusahaan yang mengalami tingkat pertumbuhan akan memerlukan tambahan modal untuk membiayai pertumbuhannya. Manajemen perusahaan akan mengambil keputusan-keputusan yang dapat mendukung terciptanya tingkat pertumbuhan yang baik bagi perusahaan. Namun kebijakan utang dapat meningkatkan resiko perusahaan terutama bagi investor sehingga dapat menurunkan harga saham dan menurunkan nilai perusahaan.

4.1.7 Pengaruh Komisaris Independen terhadap Nilai Perusahaan dengan *Growth Opportunities* sebagai Variabel Moderating

Hasil penelitian tentang pengaruh Komisaris Independen terhadap nilai perusahaan dengan *growth opportunities* sebagai variabel moderating menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,025 dimana signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga hipotesis ketujuh diterima. Hasil penelitian menunjukkan nilai t sebesar -2,278 dan dapat dilihat koefisiensi penelitian bernilai negatif. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa *growth opportunities* sebagai variabel moderating memperlemah hubungan antara komisaris independen dengan nilai

perusahaan, sehingga hipotesis delapan ditolak.

Peluang pertumbuhan (*Growth Opportunities*) memperlemah hubungan komisaris independen dengan nilai perusahaan, artinya semakin besar peluang pertumbuhan maka makin banyak pula komisaris independen yang berdampak pada menurunnya nilai perusahaan. Keberadaan komisaris independen dalam perusahaan yang diobservasi pada penelitian ini hanyalah bersifat formalitas untuk memenuhi ketentuan atau regulasi yang ditetapkan oleh Bursa Efek Indonesia sehingga keberadaan komisaris independen tidak dapat menjalankan fungsinya sebagai pengawas dan monitoring kebijakan direksi dan manajemen perusahaan. Fungsi komisaris independen adalah memegang kendali dalam mengarahkan perusahaan untuk menjalankan operasional sesuai dengan standar yang telah ditentukan sehingga perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang lebih baik dan tujuan perusahaan dapat tercapai. Namun apabila komisaris independen yang dimiliki perusahaan tidak menjalankan fungsinya sebagai pengawas dan monitoring maka tidak dapat menurunkan nilai perusahaan. Semakin besar peluang pertumbuhan maka makin banyak pula komisaris independen yang berdampak pada menurunnya nilai perusahaan.

4.1.8 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dengan *Growth Opportunities* sebagai Variabel Moderating

Hasil penelitian tentang pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap nilai perusahaan dengan *growth opportunities* sebagai variabel moderating menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,035 dimana signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05 sehingga hipotesis kedelapan diterima. Hasil penelitian menunjukkan nilai t sebesar 2,139 dan dapat dilihat koefisiensi penelitian bernilai positif. Jadi dapat diambil kesimpulan bahwa *growth opportunities* sebagai variabel moderating memperkuat hubungan antara kebijakan deviden dengan nilai perusahaan.

Pengawasan yang tinggi didalam perusahaan dapat mencegah terjadinya penyimpangan maupun membatasi kebijakan-kebijakan yang diambil manajemen yang dapat menurunkan nilai perusahaan. Tingkat kepemilikan Institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor Institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer. Barnae dan Rubin (2005) menyatakan bahwa *Institusional shareholders*, dengan kepemilikan saham yang besar, memiliki INSTentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan. Chung dan Charoenwong (1991) menyatakan bahwa esensi dari pertumbuhan perusahaan adalah adanya peluang investasi yang menghasilkan keuntungan. Jika ada peluang investasi menguntungkan, manajer mencoba untuk mengambil kesempatan - kesempatan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

5. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan, dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut : data yang dipergunakan dalam penelitian ini berdistribusi normal, tidak terdapat multikolinieritas, bebas autokorelasi dan bebas heteroskedastisitas. Dari 8 hipotesis yang diajukan terdapat 4 hipotesis yang diterima dan 4 hipotesis yang ditolak.

1. Hipotesis 1 pada model persamaan satu memperlihatkan secara parsial variabel Deviden Payout Ratio (DPR) memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan terhadap variabel Nilai Perusahaan (Tobin's q) sehingga hipotesis 1 ditolak. Sedangkan pada model persamaan kedua menunjukkan bahwa secara parsial variabel Deviden Payout Ratio (DPR) memiliki hubungan positif dan tidak signifikan terhadap variabel Tobin's q
2. Hipotesis 2 pada persamaan satu maupun kedua memperlihatkan secara parsial variabel Debt to Equity Ratio (DER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel Nilai Perusahaan (Tobin's q), maka hipotesis kedua di terima.
3. Hipotesis 3 memperlihatkan secara parsial variabel Komisaris Independen (KI) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's q) sehingga hipotesis ketiga di terima.
4. Hipotesis 4 menunjukkan secara parsial variabel Kepemilikan Institusional (INST) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's q) maka hipotesis keempat ditolak.
5. Hipotesis 5 menunjukkan secara parsial variabel Deviden Payout Ratio (DPR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's q) dengan variabel moderating Growth Opportunities (MBV) maka hipotesis kelima diterima.
6. Hipotesis 6 memperlihatkan secara parsial variabel Debt to Equity Ratio (DER) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's q) dengan variabel moderating Growth Opportunities (MBV) maka hipotesis keenam ditolak.
7. Hipotesis 7 menunjukkan secara parsial variabel Komisaris Independen (KI) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel Nilai Perusahaan (Tobin's q) dengan variabel moderating Growth Opportunities (MBV) maka hipotesis ketujuh ditolak.
8. Hipotesis 8 menunjukkan parsial variabel Kepemilikan Institusional (INST) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's q) dengan variabel moderating Growth Opportunities (MBV) maka hipotesis kedelapan diterima.

5.2 Implikasi Kebijakan

Implikasi kebijakan yang disarankan dalam penelitian ini untuk meningkatkan Nilai Perusahaan adalah sebagai berikut :

1. Implikasi manajerial bagi investor adalah variabel kebijakan utang dan kebijakan deviden dapat digunakan sebagai salah satu indikator dalam pengambilan keputusan investasi. Kebijakan deviden merupakan sinyal bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba. Kebijakan utang perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan, dimana besar kecilnya utang perusahaan mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Tingkat utang yang tinggi dapat menurunkan nilai perusahaan, namun untuk meningkatkan asset, perusahaan harus melakukan investasi yang memerlukan dana yang besar sehingga perusahaan perlu melakukan kebijakan utang.
2. Implementasi manajerial bagi perusahaan bahwa perusahaan perlu menetapkan kebijakan komposisi komisaris independen dalam perusahaan. Hal ini sesuai dengan praktik *corporate governance* mengharuskan adanya komisaris independen dalam perusahaan yang diharapkan mampu menciptakan iklim yang independen, objektif dan menempatkan kesetaraan sebagai prinsip utama dalam memperhatikan kepentingan pemegang saham minoritas maupun stakeholder lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Asmawati (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan: Profitabilitas sebagai Variabel Moderating. **Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi**, Vol.2 No.4.
- Bathala CT., Moon KP., Rao RP. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy and THE Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective. **Financial Management** Vol.23 No.3, 38 - 50.
- Carningsih (2009), Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Hubungan Antara Kinerja Keuangan Dengan Nilai Perusahaan, Universitas Gunadarma.
- Dwi Sukirni (2012). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. **Accounting Analysis Journal**, Vol.1 No.2, ISSN 2252-6765.
- Euis Soliha & Taswan (2002). Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. **Jurnal Bisnis dan Ekonomi**.
- Ghozali, Imam. (2005). **Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program**. Edisi ketujuh. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hary Wisnu P, Subowo (2014). Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan dengan Corporate Social Responsibility sebagai Variabel Intervening. **Accounting Analysis Journal**, Vol.3 No.3, ISSN 2252-6765.

- Hyun-Han Shin, Rene M. Stulz (2000). Firm Value, Risk and Growth Opportunities. **National Bureau of Economic Research**.
- Iturriaga, F. J.L., dan Sanz J. A. R. 1998. Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: a Spanish Firms Simultaneous Equations Analysis. Working Paper Universidad de Valladolid, pp. 1-32.
- Kamal Ghalandari (2013). The Moderating Effects of Growth Opportunities on the Relationship between Capital Structure and Dividend Policy and Ownership Structure with Firm Value in Iran: Case Study of Tehran Securities Exchange. **Research Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology** 5(4), 1424 - 1431.
- Lindenberg, E.B, and Ross, 1981. *Tobin's q Ratio and Industrial Organization*. **Journal of Business**, 54 (1), 1-32.
- Malihe Rostami (2015). *The Effect of Ownership Structure on Tobin's q Ratio*. **Journal of Research in Business, Economics and Management (JRBEM)**, ISSN: 2395-2210.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment*. **American Economic Review**, 48:3, 261 - 297.
- Nigel Driffield, Vidya M, Sarmistha P. (2007). How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence from East Asia. **Centre for Economic Development & INStitutions Discussion Paper Series** No. 07-04.
- Teguh Prayogo A, Ardianto (2015). The Moderating Effect of Growth Opportunities on the Relationship between Financing Decision, Dividend Policy, Profitability and Liquidity Toward Firm Value. **Simposium Nasional Akuntansi 18**.
- Sujoko dan Soebiantoro, Ugy (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta), **Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan**, Vol 9, 41-48
- Varun Dawar (2014). Agency Thoery, Capital Structure and Firm Performance: Some Indian Evidence. **Journal Managerial Finance**, Vol.40 No.12 , 1190 – 1206.
- Wahyudi, Sugeng. (2013). The Effectivity of Internal and External Corporate Governance Mechanisms Toward Corporate Performance. **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol.4 No.4, 132 – 140, ISSN 2222-1697.
- Wardoyo, Theodora M.V. (2013). Pengaruh Good Corporate Governance , Corporate Social Responsibility dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. **Jurnal Dinamika Manajemen**, Vol.4 No.2, 132 - 149.