

**KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KESEMPATAN INVESTASI, RISIKO FINANSIAL,
DAN NILAI PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR
DI INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA (ISSI)**

Iwan Wijaya Mulyatno
Kedutaan Besar Indonesia di Mesir

ABSTRACT

This research is aims to examine the influences of managerial ownership, investment opportunity set, and financial risk on firm value on The Manufacturing sector Companies in Indonesia Sharia Stock Index (ISSI) in the period 2008-2010. The populations in this research are listed companies in Indonesia Sharia Stock Index (ISSI), which amounts to 220 and sample as many as 45 companies, for 3 years from 2008 s / d 2010. Therefore, the total observation in this research are 135 companies and have been analyzed by multiple linear regression analysis model. The data used are secondary data of the financial statements. Hypothesis testing used F test and t test.

The result of the t test indicates, that the managerial ownership variable significantly showed a negative influences on the firm value, these proved that the hypothesis present to be acceptable. For the Investment opportunity set variable reveal slight impacts on the firm value. As of the Financial risk variable ominously occurred positive influences on the firm value in the manufacturing sector companies listed on the Indonesia Stock Index Sharia (ISSI) observed in the of period 2008-2010.

Keyword: *Managerial Ownership, Investment Opportunity Set, Financial Risk, and Firm Value.*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kesempatan Investasi, dan Risiko Finansial Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2008-2010. Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), yang berjumlah 220 dan sampel penelitian sebanyak 45 perusahaan, selama 3 tahun dari 2008 s/d 2010. Sehingga total observasi dalam penelitian ini menjadi 135 perusahaan yang dianalisis dengan model analisis regresi linier berganda. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan. Pengujian Hipotesis dengan menggunakan uji statistik F dan uji statistik t.

Hasil uji statistik t menunjukkan bahwa variabel independen kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, hasil ini membuktikan bahwa hipotesis menunjukkan dapat diterima. Variabel kesempatan investasi tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis ditolak. Sementara, variabel risiko finansial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang membuktikan bahwa hipotesis diterima.

Kata Kunci: Kepemilikan Manajerial, Kesempatan Investasi, Risiko Finansial dan Nilai Perusahaan.

Perusahaan memiliki tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Tujuan ini dapat dicapai dengan meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga saham, semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi nilai perusahaan. Mencapai tujuan tersebut, pemegang saham (*principal*) menyerahkan tanggungjawab pengelolaan perusahaannya kepada manajer (*agen*). Para manajer diberi kekuasaan oleh para pemegang saham untuk membuat keputusan, dimana hal ini seringkali menimbulkan konflik kepentingan yang dikenal dengan teori keagenan (*agency theory*). Hubungan keagenan terjadi ketika salah satu atau lebih individu yang disebut sebagai *principal* menyewa individu atau organisasi lain, yang disebut sebagai *agen* untuk melakukan sejumlah jasa dan mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada *agen* tersebut (Brigham dan Houston, 2001).

Nilai perusahaan adalah nilai laba yang akan datang yang dihitung kembali dengan suku bunga yang tepat (Winardi, 2001). Nilai perusahaan merupakan ukuran keberhasilan atas pelaksanaan fungsi-fungsi keuangan. Nilai perusahaan dapat diartikan sebagai ekspektasi nilai investasi pemegang saham (harga pasar ekuitas) dan/atau ekspektasi nilai total perusahaan (harga pasar ekuitas ditambah nilai pasar hutang, atau ekspektasi harga pasar aktiva). Tujuan perusahaan untuk jangka panjang adalah mengoptimalkan nilai perusahaan dengan meminimumkan biaya modal perusahaan. Nilai perusahaan menggambarkan kesejahteraan pemilik

perusahaan. Nilai perusahaan dapat dilihat dari harga nilai buku yang merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham (Ang, 1997). Nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui kepemilikan manajerial.

Fama dan Jansen (1983) menyatakan bahwa salah satu faktor utama dalam mempertahankan perusahaan adalah kontrol dari *agency problem*. *Agency problem* dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional). Keputusan dan aktivitas manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer (Cristiawan dan Tarigan, 2007). Manajer yang memiliki saham perusahaan berarti manajer tersebut sekaligus pemegang saham. Manajer yang memiliki saham tentunya akan mensejahterakan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham, sementara manajer yang tidak memiliki saham, ada kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri.

Berdasarkan penjelasan tersebut faktor pertama yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah kepemilikan manajerial. Dalam kaitan ini, kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham dimana pemegang sahamnya berasal dari pihak manajemen perusahaan itu sendiri (*insiders*). Proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan, selain itu kepemilikan manajerial mensejahterakan kepentingan manajemen dan pemegang saham sehingga manajer akan merasakan

langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan *agency cost* (Jensen dan Meckling, 1976). Zangina (2009) berpendapat bahwa peningkatan kepemilikan manajerial yang lebih baik dapat menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Faktor kedua adalah kesempatan investasi. Investasi adalah pengelola sumber-sumber dalam jangka panjang untuk menghasilkan laba di masa yang akan datang (Sugiantoro, 2000). Menurut Martono dan Agus (2005) merupakan penanaman dana yang dilakukan oleh suatu perusahaan ke dalam suatu aktiva dengan harapan memperoleh pendapatan di masa yang akan datang. Fama (1978) mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena salah satu sarana untuk mencapai tujuan perusahaan akan dapat dihasilkan melalui investasi perusahaan (Modigliani dan Miller, 1958).

Keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung oleh pihak luar. Beberapa penelitian keputusan investasi yang dilakukan antara lain Myers (1977) yang memperkenalkan *Investment Opportunity Set* (IOS). IOS memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. Jadi prospek perusahaan dapat ditaksir dari *investment opportunity set* yang didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan

datang dengan *net present value* positif (Gaver dan Gaver, 1993).

Faktor ketiga adalah risiko finansial, risiko finansial adalah tambahan risiko sebagai akibat karena perusahaan menggunakan pembelanjaan dengan hutang dan atau dengan saham preferen. Maksud dari risiko finansial adalah adanya kemungkinan keadaan dimana perusahaan tidak dapat menutup biaya tetap keuangan yang berupa bunga utang jangka panjang (obligasi) dan atau dividen saham preferen. Pemakaian sumber dana obligasi atau saham preferen meningkat, maka risiko keuangan yang ditanggung oleh perusahaan juga meningkat dikarenakan biaya tetap keuangan yang tinggi (Susanti, 2010). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kesempatan investasi, dan risiko finansial terhadap nilai perusahaan.

TELAAH PUSTAKA

Nilai Perusahaan

Suatu perusahaan dikatakan mempunyai nilai yang baik jika kinerja perusahaan tersebut juga baik. Hal ini tercermin dari nilai sahamnya. Jika nilai sahamnya tinggi maka dapat dikatakan bahwa nilai perusahaan tersebut cukup baik, karena tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kesejahteraan para *shareholders* dan *stakeholders* (Brigham dan Gapenski, 1996).

Nilai perusahaan lazim diindikasikan dengan *price to book value*. *Price to book value* yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan di masa yang akan datang. Hal itu juga menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab nilai perusahaan yang tinggi mengindikasikan kemakmuran pemegang saham juga tinggi (Soliha, Taswan, 2002). Dalam realitasnya tidak semua perusahaan menginginkan harga sahamnya tinggi (mahal), karena khawatir

tidak laku jual atau tidak dapat menarik investor untuk membelinya. Hal ini dapat dibuktikan dengan adanya perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) melakukan *stock split* (pemecahan saham) di bursa efek. Itulah sebabnya, harga saham harus dibuat seoptimal mungkin. Artinya, harga saham tidak boleh terlalu tinggi (mahal) atau tidak boleh terlalu rendah (murah).

Dalam penilaian perusahaan terkandung unsur proyeksi, asuransi, perkiraan, dan *judgment*. Ada beberapa konsep penilaian, yaitu: nilai ditentukan untuk suatu waktu atau periode tertentu; nilai harus ditentukan pada harga yang wajar; penilaian tidak dipengaruhi oleh kelompok tertentu. Secara umum banyak metode dan teknik yang telah dikembangkan dalam penilaian perusahaan, diantaranya adalah (1) pendekatan laba, antara lain metode rasio tingkat laba atau *price earning ratio*, metode kapitalisasi proyeksi laba; (2) pendekatan arus kas, antara lain metode diskonto arus kas; (3) pendekatan dividen antara lain metode pertumbuhan dividen; (4) pendekatan aktiva antara lain metode penilaian aktiva; (5) pendekatan harga saham; (6) pendekatan *economic value added* (Rimba, 2010).

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) didefinisikan sebagai komposisi kepemilikan saham perusahaan oleh *insider* (manajer, direktur, dan komisaris). Kepemilikan manajerial yang dimaksud dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial yang diukur dengan menggunakan rasio *insider*. Rasio ini diukur dengan menggunakan total persentase kepemilikan saham oleh manajer, direktur, dan komisaris minimal 0,01 persen saham-saham perusahaan (Zangina, 2009).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa konflik keagenan

(*agency conflict*) disebabkan oleh adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian dalam perusahaan. Dinyatakan bahwa semakin terkonsentrasi kepemilikan perusahaan pada satu orang, maka kendali akan menjadi semakin kuat dan cenderung menekan konflik keagenan. Kepemilikan manajerial merupakan isu penting dalam teori keagenan (*agency theory*) sejak dipublikasikan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam suatu perusahaan, maka manajemen akan berupaya lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya sendiri.

Kesempatan Investasi

Kesempatan investasi (*investment opportunity set*) merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan oleh manajemen di masa yang akan datang, dimana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang besar. Dari pendapat ini sejalan dengan pendapat Smith dan Watts (1992). Secara umum dapat dikatakan bahwa *investment opportunity set* menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan *expenditure* perusahaan untuk kepentingan di masa yang akan datang. Dengan demikian *investment opportunity set* bersifat tidak dapat diobservasi, sehingga perlu dipilih proksi yang dapat dihubungkan dengan variabel lain dalam perusahaan, misalnya proksi *investment opportunity set* berdasarkan harga (*price-based proxies*), proksi berdasarkan investasi (*investment-based proxies*), proksi berdasarkan pada varian (*variance measures*) (Susanti, 2010).

Investment opportunity set dapat diukur melalui MBVA (*market to book value of assets*). Penggunaan rasio ini atas dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan

perusahaan terefleksi dari harga saham (Kallapur dan Tombly, 1999). Pasar menilai perusahaan yang sedang bertumbuh lebih besar dari nilai bukunya. Rasio nilai pasar terhadap nilai buku menggambarkan biaya pendirian historis dan aset fisik perusahaan, suatu perusahaan yang berjalan baik dengan manajemen yang kuat dan sebuah organisasi yang berfungsi secara efisien akan mempunyai nilai pasar yang lebih besar atau sekurang-kurangnya sama dengan nilai buku aset fisiknya (Weston dan Brigham, 1999). Rasio ini juga digunakan dalam penelitian Gul (1998), Cahana dan Hossain (1999). Rasio *market to book value of asset* ini berbanding lurus dengan nilai *investment opportunity set*, semakin besar *market to book value of asset* suatu perusahaan, maka semakin bagus pula nilai *investment opportunity set* nya.

Risiko Finansial

Brigham dan Houston (2001) mendefinisikan risiko sebagai peluang atau kemungkinan terjadinya beberapa peristiwa yang tidak menguntungkan. Risiko ini merupakan ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasinya.

Financial risk adalah tambahan risiko sebagai akibat karena perusahaan menggunakan aktifitas operasinya dengan hutang dan atau saham preferen. Maksud dari *financial risk* adalah adanya kemungkinan keadaan dimana perusahaan tidak dapat menutup biaya tetap keuangan yang berupa bunga utang jangka panjang (obligasi) dan atau dividen saham preferen. Pemakaian sumber dana obligasi atau saham preferen meningkat, maka risiko keuangan yang ditanggung oleh perusahaan juga meningkat dikarenakan biaya tetap keuangan yang tinggi (Susanti, 2010).

Financial risk diukur dengan koefisien varian (*accounting approach*) dan juga koefisien beta (*capital market*

approach). Dalam menentukan koefisien varian, kita perlu melihat profitabilitas pada kemungkinan tingkat penjualan, karena hal tersebut mempengaruhi tingkat pendapatan perusahaan. Zangina (2009) menyatakan bahwa *financial risk* diproksikan atau diukur dengan menggunakan *leverage*. *Leverage* diukur melalui perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas.

Saham Menurut Pandangan Syariah

Saham dalam bahasa Indonesia berarti turut serta atau *sero*. Secara definitif, saham ialah surat bukti bagi persero dalam perseroan terbatas. Menurut Kepres RI No. 60/1988 tentang Pasar Modal, pasal 1 ayat 3: saham adalah surat berharga yang merupakan tanda penyertaan modal pada perseroan terbatas sebagaimana diatur dalam KUHD (Staatblad Tahun 1847 No.23).

Secara praktis instrumen saham belum didapati pada masa Rasulullah saw dan para sahabat. Karena itu, para ulama dan fuqaha kontemporer berusaha untuk menemukan rumusan kesimpulan hukum tersendiri untuk saham. Usaha tersebut lebih dikenal dengan istilah *ijtihad*, yaitu sebuah usaha dengan sungguh-sungguh untuk mendapatkan dan mengeluarkan hukum syariah yang belum dikemukakan secara jelas (Al Quran dan Al Hadits).

Para fuqaha kontemporer berselisih pendapat dalam memperlakukan saham dari aspek hukum (*tahkim*) khususnya dalam jual-beli. Ada sebagian mereka yang membolehkan transaksi jual-beli saham dan ada juga yang tidak membolehkan. Untuk di Indonesia, fatwa Dewan Syariah Nasional Indonesia No. 40/DSN-MUI/2003 juga telah memutuskan akan bolehnya jual-beli saham.

Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan

Faktor pertama yang perlu dipertimbangkan untuk meningkatkan nilai

perusahaan adalah kepemilikan manajerial. Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsider ownership*), sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian dari pengambilan keputusan yang salah.

Penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Kao (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan dengan nilai perusahaan dan kinerja saham. Penelitian ini mengungkapkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial pada perusahaan IPO mengurangi kinerja saham. Soliha dan Taswan (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan Wahyudi dan Pawestri (2006), Zangina (2009), dan Susanti (2010) yang menemukan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang membuktikan bahwa variabel kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* dan nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian Haruman (2007) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Kesempatan Investasi dan Nilai Perusahaan

Faktor kedua yang perlu dipertimbangkan dalam penelitian ini untuk mempengaruhi nilai perusahaan adalah kesempatan investasi. Adanya harapan yang dimiliki oleh perusahaan

untuk tetap *going concern* merupakan salah satu faktor yang memotivasi perusahaan lebih banyak melihat kesempatan dan peluang yang dapat diperoleh untuk memperoleh *return* yang diharapkan.

Dengan semakin banyak perusahaan melakukan investasi yang menguntungkan bagi perusahaan tentunya dengan memilih risiko yang terkecil, hal ini bertujuan untuk mencapai profitabilitas yang tinggi dengan harapan dapat membagikan dividen yang besar, dan secara otomatis harga saham perusahaan tersebut merangkak naik, dan tentunya berpengaruh pada naiknya nilai perusahaan. Hal ini sama dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hasnawati (2005) dan Susanti (2010) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan Haruman (2007) dan Zangina (2009) membuktikan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

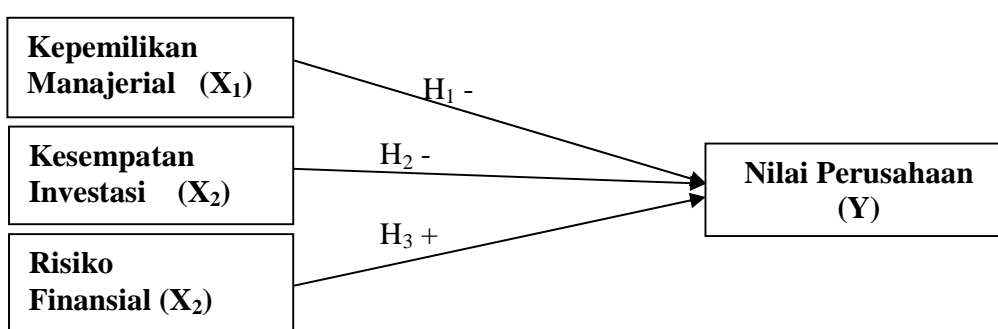
Risiko Finansial dan Nilai Perusahaan

Faktor ketiga yang perlu dipertimbangkan dalam penelitian ini untuk mempengaruhi nilai perusahaan adalah risiko finansial. Dalam teori manajemen keuangan, ada *trade-off* antara *risk* dan *return*. Jika risiko suatu investasi tinggi, *return* yang diharapkan juga tinggi dan banyak para manajer mengetahui risiko untuk dipertimbangkan dalam menilai dan mengambil keputusan investasi. Penilaian dan pemahaman *trade-off* antara *risk* dan *return* membentuk landasan untuk memaksimalkan kesejahteraan saham (Susanti, 2010). Secara umum investor enggan terhadap risiko (*averse risk*), Menurut Horne dan John (1992) jika risiko lebih besar, investor mengharapkan *return* yang lebih besar. *Return* yang tinggi selalu disertai investasi berisiko. Investasi yang berisiko tidak akan dilakukan oleh investor jika investasi

tersebut tidak memberi harapan tingkat *return* yang tinggi atau nilai perusahaan yang baik.

Dalam penelitian ini, risiko finansial diukur melalui *leverage* yaitu proporsi struktur hutang dibagi dengan total ekuitas (Zangina, 2009). Rumus tersebut dapat diartikan semakin tinggi *leverage* maka hutang yang dimiliki perusahaan pun juga besar sehingga dengan hutang yang besar, risiko perusahaan juga akan semakin besar, hal ini dapat mengakibatkan nilai

perusahaan akan menurun. Karena *leverage* yang semakin tinggi akan menimbulkan *financial distress* sehingga nilai perusahaan merosot. Penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) dan Susanti (2010) yang membuktikan bahwa variabel *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi penelitian yang dilakukan oleh Zangina (2009) membuktikan bahwa risiko finansial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan gambar kerangka pemikiran maka dapat disimpulkan bahwa Faktor pertama yang perlu dipertimbangkan untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah kinerja perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Kao (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan dengan nilai perusahaan dan kinerja saham. Penelitian ini mengungkapkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial pada perusahaan IPO mengurangi kinerja saham. Soliha dan Taswan (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan Wahyudi dan Pawestri (2006), Zangina (2009), dan Susanti (2010) yang menemukan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang membuktikan bahwa variabel kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* dan nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian Haruman (2007) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

H₁ : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Faktor kedua yang perlu dipertimbangkan dalam penelitian ini untuk mempengaruhi nilai perusahaan adalah kesempatan investasi. Berbagai penelitian tentang kesempatan investasi telah berhasil membuktikan bahwa kesempatan investasi berhubungan

dengan berbagai variabel kebijakan perusahaan, yaitu antara lain kebijakan pendanaan atau struktur utang, kebijakan dividen, kebijakan *leasing*, dan kebijakan kompensasi. Apabila kondisi perusahaan sangat baik, maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan, bahkan untuk mengatasi masalah *underinvestment*.

Sebaliknya, perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment*. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Hasnawati (2005) dan Susanti (2010) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan Haruman (2007) dan Zangina (2009) membuktikan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

H₂ : Kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Faktor ketiga yang perlu dipertimbangkan dalam penelitian ini untuk mempengaruhi nilai perusahaan adalah risiko finansial. Dalam penelitian ini, risiko finansial diukur melalui *leverage* yaitu proporsi struktur hutang dibagi dengan total ekuitas (Zangina, 2009). Rumus tersebut dapat diartikan semakin tinggi *leverage* maka hutang yang dimiliki perusahaan pun juga besar sehingga dengan hutang yang besar, risiko perusahaan juga akan semakin besar, hal ini dapat mengakibatkan nilai perusahaan akan menurun. Karena *leverage* yang semakin tinggi akan menimbulkan *financial distress* sehingga nilai perusahaan merosot. Penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) dan Susanti (2010) yang membuktikan

bahwa variabel *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi penelitian yang dilakukan oleh Zangina (2009) membuktikan bahwa risiko finansial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H₃ : Risiko finansial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Dari populasi tersebut dapat ditarik sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling* yaitu dengan ketentuan-ketentuan sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI); (2) Mempublikasikan datanya berupa laporan keuangan perusahaan secara lengkap sejak tahun 2007-2010; (3) Memiliki nilai ekuitas positif dalam laporan keuangan periode penelitian tahun 2008-2010; (4) Mempunyai laba positif dalam laporan keuangan periode penelitian tahun 2007-2010. Dari proses pengambilan sampel, populasi terdiri atas 220 perusahaan manufaktur. Populasi yang memenuhi kriteria untuk menjadi sampel berjumlah 45 perusahaan.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

1. Variabel Dependen

Variabel dependen (Y) adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel-variabel lainnya. Dalam penelitian ini yang menjadi variabel dependen adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang diukur menggunakan rasio nilai pasar terhadap nilai buku. Rasio nilai pasar terhadap nilai buku adalah rasio dari nilai pasar per lembar saham biasa atas nilai buku per lembar saham

(Helfert, 1997), dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Market To Book Ratio} = \frac{\text{Nilai Pasar Perlembar Saham}}{\text{Nilai Buku Perlembar Saham}}$$

Membandingkan nilai pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Perusahaan dinilai dengan rasio market to book ratio. Implikasinya bahwa nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya bahwa kinerja perusahaan saat ini lebih baik, dan menjadi persepsi umum bahwa prospek perusahaan di masa yang akan datang juga akan menjadi lebih baik.

2. Variabel Independen

a. Kepemilikan Manajerial (X_1)

Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*)

$$\text{Managerial Ownership} = \frac{\text{Kepemilikan saham manajer, direktur, dan komisaris}}{\text{Jumlah total lembar saham}}$$

Menunjukkan kemampuan manajemen dalam mengelola operasional perusahaan. Implikasinya bahwa untuk melihat bagaimana kontribusi manajer, direktur, dan komisaris dalam mengelola perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

b. Kesempatan Investasi (X_2)

Kesempatan investasi (*investment opportunity set*) didefinisikan sebagai adanya kesempatan investasi di masa yang akan datang bagi perusahaan.

$$\text{MBVA} = \frac{(\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas}) + (\text{Saham Beredar} \times \text{Harga Penutup})}{\text{Total Aset}}$$

Melihat kontribusi dari total aset perusahaan terhadap nilai dari perusahaan yang tercermin dari ekuitas dan harga saham perusahaan. Rasio di atas mengestimasi adanya potensi yang

didefinisikan sebagai komposisi kepemilikan saham perusahaan oleh *insider* (manajer, direktur, dan komisaris). Kepemilikan manajerial yang dimaksud dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial yang diukur dengan menggunakan rasio *insider*. Rasio ini diukur dengan menggunakan total persentase kepemilikan saham oleh manajer, direktur, dan komisaris minimal 0,01 persen saham-saham perusahaan (Zangina, 2009). Variabel kepemilikan manajerial dapat dirumuskan sebagai berikut:

Faktor ini diukur dengan rasio *Market to book value of assets* (MBVA) yaitu suatu skala yang menunjukkan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga saham (Pandey, 2001). Rasio *Market to book value of assets* dengan dasar pemikiran bahwa investor melakukan penilaian terhadap suatu perusahaan dengan melihat pertumbuhannya lebih besar dari nilai bukunya. Variabel *investment opportunity set* ini dapat diukur sebagai berikut:

dimiliki oleh perusahaan di masa yang akan datang dengan melihat total asetnya, ekuitas, dan nilai pasar dari perusahaan. Sehingga dapat melihat kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan.

c. Risiko Finansial (X_3)

Risiko finansial (*financial risk*) didefinisikan sebagai tambahan risiko akibat dari perusahaan yang menggunakan dana untuk kegiatan operasionalnya dengan hutang dan atau saham preferen. Maksud dari risiko finansial adalah adanya kemungkinan keadaan dimana perusahaan tidak dapat menutup

biaya tetap keuangan yang berupa bunga utang jangka panjang (obligasi) dan atau dividen saham preferen. Risiko finansial diukur dengan menggunakan *leverage* (Zangina, 2009) yang dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Persamaan regresi yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah:

$$Y = a_0 + a_1X_1 + a_2X_2 + a_3X_3 + e$$

Keterangan:

Y = Nilai Perusahaan

X1 = Kepemilikan Manajerial

X2 = Kesempatan Investasi

X3 = Risiko Finansial

a0 = Konstanta

a1 - a3= Koefisien Regresi

e = Pengaruh variabel lain (epsilon) atau residual (error term)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Min	Max	Mean	Std. Deviation
Kepemilikan Manajerial X_1	.01080	.91145	.1810788	.188488698
Kesempatan Investasi X_2	.25659	9.67271	2.3856452	2.09484159
Risiko Finansial X_3	.07980	4.28275	.8778016	.7435435
Nilai Perusahaan Y	.01785	6.03871	.9927344	.98688495

Sumber: data yang diolah

Pada tabel 1 dapat dilihat nilai tertinggi, terendah dan rata-rata dari variabel kepemilikan manajerial, kesempatan investasi, dan risiko finansial dan nilai perusahaan dengan jumlah 135 observasi selama 3 tahun dari tahun 2008-2010.

Uji Normalitas

Berdasarkan uji normalitas menunjukkan bahwa semua data menunjukkan berdistribusi tidak normal, maka data tersebut dapat ditransformasi menjadi normal. Bentuk transformasinya adalah dengan LN10.

Tabel 2. Hasil Uji One Sample Kolmogorov-Smirnov Setelah Transformasi

KS	X1	X2	X3	Y
Asymp.Sig. (2-tailed)	.895	.754	.778	1.045

Sumber: data yang diolah

Uji Autokorelasi

Berdasarkan uji Autokorelasi, nilai $dw = 2.453$, nilai ini akan kita bandingkan dengan menggunakan nilai signifikansi 5%, jumlah sampel 135 (n) dan jumlah variabel independen 3 ($k=3$), nilai $du = 1.774$. Nilai $dl = 1.693$. Dan nilai dari $4-du$ dan $4-dl$ (2.226 dan 2.307). Oleh karena nilai $dw = 2.453$ dari batas atas $du = 1.679$, dan kurang dari $4 - du = 2.307$. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi positif maupun negatif dalam model penelitian ini, yang berarti tidak terdapat masalah autokorelasi baik positif maupun negatif.

Uji Multikolinearitas

Berdasarkan Uji Multikolinearitas menunjukkan bahwa tidak terdapat

korelasi antar variabel independen, dimana nilai *tolerance* lebih besar dari 0.10 atau nilai VIF kurang dari 10 dan dapat disimpulkan tidak terdapat multikolinieritas diantara variabel independen.

Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan uji Park menunjukkan bahwa tidak ada satupun variabel independen yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen nilai logaritma kuadrat residual. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikannya di atas tingkat kepercayaan 5%. Jadi dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

Tabel 3. Hasil Uji Regresi

Model	Koefisien Regresi	Nilai t	Sig.
(Constant)	-1.529	-6.142	.000*
Kepemilikan Manajerial	-0.528	-4.682	.000*
Kesempatan Investasi	-0.115	-0.778	.438
Risiko Finansial	0.386	2.999	.003*
Adjusted R ²	.158		
R Square	.177		
R	.420		
Std. Estimate			
Nilai F	9.373		.000*

* Sig. 1%. Sumber: data yang diolah

Koefisien Determinasi (R²)

Berdasarkan tabel 3 nilai koefisien korelasi mempunyai nilai (R) = 0.420 yang menunjukkan bahwa derajat hubungan (korelasi) antara variabel independen dengan variabel dependen sebesar 42%. Artinya koefisien kepemilikan manajerial, kesempatan investasi, dan risiko finansial

mempunyai korelasi relatif kuat dengan nilai perusahaan, karena diperoleh nilai koefisien korelasi yang cukup tinggi yaitu 0.420.

Koefisien determinasi mempunyai nilai sebesar (adjusted R²) = 0.158. Artinya sebesar 15,8% perubahan-perubahan dalam nilai perusahaan dapat dijelaskan

oleh perubahan-perubahan dalam kepemilikan manajerial, kesempatan investasi, dan risiko finansial. Sedangkan selebihnya 84,2% dijelaskan oleh faktor variabel lain yang tidak dimasukkan kedalam model penelitian ini.

Pembahasan

Pembahasan hasil penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, kesempatan investasi, dan risiko finansial terhadap nilai perusahaan.

1. Hasil Uji Statistik F

Pengujian statistik F digunakan untuk menguji apakah kepemilikan manajerial, kesempatan investasi, dan risiko finansial berpengaruh terhadap nilai perusahaan? Hasil uji statistik F menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, kesempatan investasi, dan risiko finansial berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2008-2010.

2. Hasil Uji Statistik t

a. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan.

Berdasarkan hasil uji statistik di atas menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial atau persentase kepemilikan saham manajer, direksi, dan komisaris berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yg diperoleh oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) dan Haruman (2007) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, akan tetapi berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Soliha dan Taswan (2002), Chen dan Kao (2005), Wahyudi dan Pawestri (2006), Zangina (2009), Susanti (2010) yang membuktikan bahwa kepemilikan

manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Saat ini perusahaan berusaha memberikan kepercayaan kepada investor maupun calon investor. Salah satunya memberikan dividen yang tinggi. Oleh sebab itu, perusahaan yang mempunyai tingkat profitabilitas yang tinggi tidak lagi menyimpan labanya terlalu besar. Tetapi laba tersebut dijadikan sebagai jaminan didalam memberikan dividen yang tinggi agar investor maupun calon investor bersedia menanamkan modalnya di perusahaan. Maka bisa kita lihat, persentase kepemilikan saham oleh manajer, direksi, dan komisaris mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Implikasi manajerial bagi emiten adalah manajemen perlu menyusun struktur dan komposisi *insider ownership* yang optimal agar memberikan kontribusi terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan hipotesis diterima, Penelitian ini tidak konsisten dengan mayoritas penelitian sebelumnya, hal ini disebabkan karena penelitian ini mempunyai rentan waktu hanya tiga tahun yaitu dari tahun 2008 sampai tahun 2010. Dan pada penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Seharusnya semakin tinggi kepemilikan manajerial (yang diukur melalui kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer, direksi, dan komisaris) maka nilai perusahaan semakin meningkat, dengan meningkatnya kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan, karena mereka merasa memiliki perusahaan, dan kinerja perusahaan yang meningkat

akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan bahwa dengan peningkatan kepemilikan manajerial yang lebih baik dapat menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

b. Pengaruh Kesempatan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan.

Berdasarkan hasil uji statistik di atas menunjukkan bahwa kesempatan investasi tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini tidak didukung oleh Hasnawati (2005) dan Susanti (2010) yang menemukan bahwa kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Haruman (2007) dan Zangina (2009) yang membuktikan bahwa kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis penelitian ditolak.

Adanya kesempatan investasi di masa yang akan datang atau adanya peluang investasi belum tentu dapat diambil oleh sebagian besar manajer. Apalagi kondisi ekonomi yang labil sehingga menyebabkan manajer selalu memperhitungkan didalam pengambilan keputusan pendanaan walaupun adanya peluang investasi. Oleh sebab itu adanya kesempatan investasi tidak menjadi faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini berbeda dan tidak konsisten dengan mayoritas penelitian-penelitian tersebut di atas karena sampel perusahaan pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), didalam peraturan Bapepam & LK No IX.A.13 tentang Penerbitan Efek

Syariah, khususnya ayat 1.a.3, yang dimaksud dengan Efek Syariah adalah Efek sebagaimana dalam Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya yang akad, cara, dan kegiatan usaha yang menjadi landasan penerbitannya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di Pasar Modal. Diantara kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah antara lain perjudian dan permainan yang tergolong judi, perdagangan barang haram, jasa keuangan riba, jual beli yang mengandung risiko (*gharar*), melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*) serta memenuhi rasio-rasio keuangan seperti total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82%, total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10%.

Bisa dilihat, efek langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi itu sendiri melalui proyek atau kebijakan lainnya seperti menciptakan produk baru, penggantian mesin yang lebih efisien, pengembangan *research, development*, dan *merger* dengan perusahaan lain (Myers, 1977), maka keputusan investasi dipandang oleh sebagian manajer mempunyai resiko yang besar, sehingga mereka enggan untuk menanamkan modalnya dan lebih baik membagikan laba perusahaan tersebut sebagai dividen, yang pada akhirnya dapat mensejahterakan para pemegang saham.

c. Pengaruh Risiko Finansial Terhadap Nilai Perusahaan.

Berdasarkan hasil uji statistik di atas menunjukkan bahwa variabel risiko finansial yang diukur dengan *leverage*, menunjukkan risiko finansial mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Artinya bahwa nilai perusahaan masih mengalami kenaikan ketika tingkat risiko finansial meningkat. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Zangina (2009) yang menunjukkan bahwa risiko finansial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007), Susanti (2010) yang menemukan bahwa risiko finansial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis penelitian diterima. Pengaruh positif risiko finansial terhadap nilai perusahaan mengindikasikan bahwa naiknya tingkat bunga tidak direspon oleh investor sehingga tidak mampu menaikkan harga pasar saham. Implikasinya pada penelitian ini bahwa variabilitas *return* ditunjukkan oleh laba akuntansi (*accounting earning*) terhadap *return* yang diharapkan tidak mampu menaikkan *market to book value ratio* sebagai salah satu indikator yang signifikan pembentuk variabel nilai perusahaan. Temuan ini bertentangan dengan teori bahwa investor cenderung berinvestasi pada perusahaan yang mempunyai risiko finansial rendah, karena perusahaan yang memiliki *volalitas return* tinggi, berprobabilitas tinggi memperoleh kegagalan atau mengalami kebangkrutan (Al Najjar dan Taylor, 2008). Atau semakin tinggi tingkat risiko finansial yang akan dihadapi perusahaan maka semakin rendah nilai perusahaan.

Variabel risiko finansial diukur melalui *leverage* yaitu proporsi struktur hutang dibagi dengan total ekuitas, yang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, artinya seorang manajer akan melihat jika *leverage* semakin tinggi, maka hutang yang dimiliki perusahaan juga besar, sehingga dengan hutang yang besar, resiko perusahaan juga semakin tinggi, hal ini yang mengakibatkan nilai perusahaan akan menurun, karena *leverage* yang semakin tinggi akan menimbulkan *financial distress*. Dari hasil di atas dapat dijelaskan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) selama tahun 2008-2010 mempunyai risiko finansial yang tinggi, dimana perusahaan banyak mempunyai hutang yang akan menyebabkan risiko finansial, kenyataannya temuan ini menunjukkan tingginya risiko finansial tidak menyebabkan turunnya nilai perusahaan, karena menurut pandangan investor, berinvestasi dengan risiko yang tinggi akan berdampak pada tingginya *return* yang akan diterima.

SIMPULAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel independen kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis dapat diterima. Kedua, variabel independen kesempatan investasi tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Maka, hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis penelitian ditolak. Ketiga, variabel independen risiko finansial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis penelitian dapat diterima.

Keterbatasan

Penelitian ini mempunyai keterbatasan antara lain, sebagai berikut:

1. Sampel yang digunakan pada penelitian ini masih tergolong sedikit, hanya meneliti perusahaan manufaktur yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), sehingga hasilnya tidak dapat digeneralisasikan untuk perusahaan-perusahaan lain yang ada di Bursa Efek Indonesia (BEI) atau di Jakarta Islamic Indeks (JII).
2. Hasil dari penelitian ini menunjukkan nilai koefisien determinasi yang relatif rendah sehingga perubahan naik-turunnya nilai yang dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, kesempatan investasi, dan risiko finansial pada penelitian ini masih lemah dan diperkirakan masih ada variabel-variabel lainnya yang dapat memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Saran

Berdasarkan keterbatasan-keterbatasan penelitian yang telah diuraikan di atas, maka peneliti menyarankan untuk penelitian selanjutnya sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya sebaiknya dilakukan tidak hanya pada perusahaan sektor manufaktur, tetapi juga pada perusahaan lain (misalnya perusahaan properti, real estate, konstruksi bangunan, utilitas, jasa, infrastruktur, transportasi, investasi, sektor finansial). Hal ini dimaksudkan agar kesimpulan yang dihasilkan pada penelitian tersebut memiliki cakupan yang lebih luas dan tidak hanya pada perusahaan manufaktur saja.
2. Sebaiknya memasukkan variabel-variabel lainnya seperti, profitabilitas, umur perusahaan, *growth*, pajak, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, ukuran perusahaan, sikap pemberi pinjaman, *earning per share*, *price to book value*, kebijakan deviden,

pada penelitian selanjutnya. Hal ini dimaksudkan untuk melihat selain ketiga variabel di atas yaitu kepemilikan manajerial, kesempatan investasi, dan risiko finansial, apakah terdapat faktor lain yang lebih mempengaruhi nilai perusahaan.

3. Penelitian selanjutnya sebaiknya mempertimbangkan untuk menggunakan lebih banyak variabel agar dapat diketahui mana yang lebih mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Najjar, B., dan P. Taylor. 2008. The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure, New Evidence from Jordanian Panel Data. *Managerial Finance*. 34 : 919-933.
- Brigham, E. F., dan J. F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi 8. Jakarta: Erlangga.
- _____, dan L. C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*, Fifth Edition. International Edition. The Dryden Press.
- Chen, A., dan L. Kao. 2005. The Conflict Between Agency Theory and Corporate Control on Manajerial Ownership: The Evidence from Taiwan IPO Performance. *International Journal of Business*. 10 : 223-241.
- Cristiawan, J. Y., dan J. Tarigan. 2007. Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 9 : 1-11.
- Fama, E. F. 1978. The Effects of The Firm Investment and Financing Decisions on The Welfare of Its

- Security Holders. *The American Economic Review*. 68 : 272-284.
- _____, dan M. C. Jensen. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*. 26 : 301-325.
- Gaver, J. J., dan D. K. M. Gaver. 1993. Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Finance, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*. 16 : 125-160.
- Gul, A. J. S. 1998. A Test of The Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses: Evidence From Audit Pricing. *Journal of Accounting and Economics*. 24 : 219-237.
- Hasnawati, S. 2005. Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. 9 : 117-126.
- Helfert, E. A. 1997. *Teknik Analisis Keuangan*. Edisi Delapan. Jakarta: Erlangga.
- Horne, V. C. V., dan W. M. John. 1992. *Fundamentals of Financial Management*. Fourth Edition. Englewood Cliffs. N. J. Prentice-Hall.
- Jensen, M. C., dan W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. 3 : 11-25.
- Kallapur, S., dan M. A. Trombley. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business and Accounting*. 26 : 505 – 519.
- Modigliani, F., dan M. H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*. 48 : 261-297.
- Myers, S. C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. 5 : 147-175.
- Pandey, I. M. 2001. *Capital Structure And The Firm Characteristics: Evidence From An Emerging Market*, Working Paper. Indian Institute Management Ahmed abad.
- Rimba, K. 2010. Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating; Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi tidak dipublikasikan*. Semarang: Fakultas Ekonomi. Universitas Diponegoro.
- Soliha, E., dan Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.
- Sujoko, dan Subiantoro. 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*. 9 : 41-48.
- Susanti, R. 2010. Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Go public yang Listed Tahun 2005-2008). *Skripsi tidak dipublikasikan*. Semarang: Fakultas Ekonomi. Universitas Diponegoro.
- Smith, J. R; W. Clifford; dan R. L. Watts. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economic*. 2 : 263-292.

- Winardi, 2001. *Ekonomi Manajerial*. Bandung: Mandar Maju.
- Zangina, I. 2009. Corporate Governance, Ownership Structure, Cash Holding, and Firm Value on The Ghana Stock Exchange. *The Journal of Risk Finance*. 10 : 488-499.

