

**PENGARUH *OWNERSHIP RETENTION* DAN INVESTASI DANA DARI *PROCEEDS*
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL SEBAGAI
VARIABEL MODERASI**

ARTIKEL



Oleh:
Oni Dara Roselina
2007/ 88602

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2014**

PERSETUJUAN PEMBIMBING

PENGARUH *OWNERSHIP RETENTION* DAN INVESTASI DANA DARI *PROCEEDS* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL SEBAGAI VARIABEL MODERASI

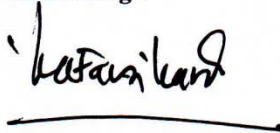
Oleh :

ONI DARA ROSELINA
88602 / 2007

Artikel ini disusun berdasarkan skripsi/tesis untuk persyaratan wisuda periode Maret 2013 dan telah diperiksa/disetujui oleh kedua pembimbing.

Padang, ... Februari 2014

Pembimbing I



Eka Fauzihardani, SE, M.Si, Ak
NIP. 19710522 200003 2 001

Pembimbing II



Herlina Helmy SE, Ak, M.S. Ak
NIP. 19800327 200501 2 002

PENGARUH *OWNERSHIP RETENTION* DAN INVESTASI DANA DARI *PROCEEDS* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji : 1) pengaruh *ownership retention* terhadap nilai perusahaan, 2) pengaruh investasi dana dari *proceeds* terhadap nilai perusahaan. 3) pengaruh kepemilikan manajerial memoderasi hubungan antara *ownership retention* dengan nilai perusahaan. 4) Pengaruh kepemilikan manajerial memoderasi hubungan antara investasi dana dari *proceeds* dengan nilai perusahaan.

Jenis penelitian ini digolongkan pada penelitian yang bersifat kausatif. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar BEI. Sampel dalam penelitian ini berupa data sekunder. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Hasil secara simultan menunjukkan bahwa: *ownership retention* dan investasi dana dari *proceeds* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, kepemilikan manajerial tidak memperkuat hubungan *ownership retention* terhadap nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial tidak memperkuat hubungan investasi dana dari *proceeds* terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini disarankan : 1) memperbanyak jumlah sampel penelitian, 2) memperpanjang pengamatan dan teknik analisis data selain regresi berganda, 3) menambah variable yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan misalnya: underpricing, underwriter, intelektual capital dan CSR (Corporate Social Responsibility).

Kata kunci : *ownership retention*, investasi dana dari *proceeds*, kepemilikan manajerial, nilai perusahaan

Abstract

The research aims to: 1) retention effect of ownership to company value. 2) effect of investment funds from the proceeds of the company's value. 3) effect of managerial ownership moderate the relationship between ownership retention with company values. 4) effect of moderate the relationship between managerial ownership of the proceeds to fund investment company values.

The type of research classified research that are causative. Sample in this research are company registered on BEI. Samples in this research are secondary data. Method of analysis used is multiple regression analysis. Simultaneous testing results indicate that: ownership retention and investment of funds from the proceeds had no significant effect on corporate value, managerial ownership does not strengthen ownership retention on corporate value and managerial ownership does not strengthen the investment fund from the proceeds of the company's value.

The results conclude that : 1) multiply the total sample, 2) extend the period of observation dan field analysis techniques in addition to multiple regression analysis, 3) additional variables that affect the value of the company.

Keywords: ownership retention, investment of the proceeds, managerial ownership, firm value.

1. PENDAHULUAN

Dalam jangka panjang, tujuan perusahaan adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan diartikan sebagai harga yang bersedia dibayar oleh calon investor seandainya suatu perusahaan akan dijual. Nilai perusahaan tercermin dari harga saham yang stabil dan dalam jangka panjang mengalami kenaikan. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi (Husnan,2000) dalam (fitriani, 2010).

Bagi perusahaan yang belum *go public*, nilai perusahaan ditetapkan oleh lembaga penilai atau *appraisal company*. Bagi perusahaan yang akan *go public* nilai perusahaan dapat diindikasikan atau tersirat dari jumlah variabel yang melekat pada perusahaan tersebut. Nilai perusahaan dapat menggambarkan keadaan perusahaan. Baiknya nilai perusahaan maka perusahaan akan diandang baik oleh calon investor., dengan demikian pula sebaliknya nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan kinerja perusahaan yang baik.

Faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan salah satunya adalah retensi kepemilikan saham (*ownership retention*). Kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama adalah persentase pernyataan saham pemilik lama yang masih dipertahankan oleh pemilik lama setelah perusahaan melakukan penawaran saham perdana.

Kepemilikan lama memiliki informasi yang dapat membantu calon investor dalam menilai perusahaan. Menurut Hughes (1988) bahwa pemilik lama memiliki informasi privat tentang mean dan variance arus kas perusahaan dimasa yang akan datang. Pemilik lama dapat melakukan *direct disclosure* tentang nilai perusahaan. Peluang pemilik lama untuk memperoleh kekayaan lebih tinggi

dari investor potensial, terjadi saat asimetri informasi sangat tinggi seperti pada saat perusahaan akan melaksanakan penawaran saham perdana / *Initial Public Offering* (IPO).

Menurut teori Leland dan Pyle semakin tinggi proporsi kepemilikan saham yang dipertahankan oleh pemilik lama maka semakin tinggi nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Menurut Lee et al, dalam manajemen lama masih memegang kendali perusahaan secara mayoritas, maka adanya keengganan pemilik lama untuk tidak berbagi kemakmuran dengan pemilik baru. Kepemilikan saham oleh pemilik saham lama memiliki andil yang cukup besar dalam kemajuan perusahaan. Perusahaan yang proporsi saham lebih banyak dipegang oleh pemilik lama maka tingkat kontrol dan pengawasan pada perusahaan lebih maksimal.

Faktor selanjutnya yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah investasi dana dari *proceeds*. Menurut Tandelilin (2001) dalam Barbara (2011) investasi merupakan komitmen atas jumlah dana atau sumber dana lainnya yang silakukan pada saat ini dengan tujuan untuk meningkatkan keuntungan dimasa akan datang. Setiap perusahaan mempunyai keinginan untuk memperluas usahanya, salah satunya dengan ekspansi. Investasi dana dari penawaran umum saham perdana adalah jumlah dana yang akan digunakan oleh perusahaan untuk investasi, pengembangan usaha dan memperkuat model kerja yang diperoleh dari penawaran umum saham perdana (Trueman,1986: McGuinness,1993 dalam wahyu,2010).

Salah satu cara yang dilakukan perusahaan mendapatkan dana dengan menambah jumlah kepemilikan saham dengan menerbitkan saham dan menjualnya. Transaksi penawaran umum perdana yang pertama kali terjadi di penawaran umum penjualan saham perdana (IPO). Harga saham pada IPO berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dengan *underwriter*, sedangkan harga saham dipasar sekunder

ditentukan oleh mekanisme pasar. Dalam mekanisme pasar harga saham pada saat IPO akan mengalami penurunan yang lebih rendah dibandingkan harga pasar sekunder yang disebut *underpriced*.

Dalam proses memaksimalkan nilai akan muncul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (pemilik perusahaan lainnya) yang sering disebut *agency problem*. Pihak manajemen yaitu manajer perusahaan mempunyai tujuan dan kepentingan lain untuk mendapatkan keuntungan yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan dan sering mengabaikan kepentingan pemegang saham. Perbedaan kepentingan antara manajerial dan pemegang saham ini mengakibatkan timbulnya konflik yang bisa disebut *agency conflict*, hal tersebut terjadi karena manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi dari manajer karena apa yang dilakukan manajer tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga menyebabkan penurunan keuntungan dan berpengaruh terhadap harga saham sehingga menurunkan nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Konflik antara manajer dan pemegang saham yang sering disebut dengan masalah keagenan dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan tersebut yang menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*).

Dengan kepemilikan saham (*ownership retention*) oleh manajerial, diharapkan manajer akan bertindak sesuai dengan keinginan para *principal* karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan (Siallagan dan Machfoedz, 2006). Menurut Ross et al (dikutip dari Siallagan dan Machfoedz, 2006) menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan cenderung untuk berusaha meningkatkan kepentingan pemegang saham dan untuk kepentingannya sendiri. Kepemilikan saham manajemen

adalah proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajemen (Suranta dan Madiastuty, 2003).

Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen akan mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga manajemen akan termotivasi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Adanya kepemilikan manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang akan diambil oleh manajemen perusahaan.

Kepemilikan manajerial juga mempengaruhi investasi baik dari segi laporan keuangan dan cara manajer mengatur kinerja bagi perusahaan. Besar dan kecilnya nilai investasi yang akan dilakukan dipengaruhi oleh pendapat dari kesepakatan pemegang saham tetapi juga dari manajer akan kebutuhan perusahaan dalam meluaskan usaha, serta membantu persoalan dalam perusahaan. Mendapatkan dana dengan penjualan saham membutuhkan persetujuan semua pihak yang akan memberikan informasi privat terhadap investor baru, manajer memberikan gambaran akurat terhadap kondisi perusahaan dan laporan keuangan yang dapat dipercaya.

Tujuan penelitian sebagai berikut:

1. Pengaruh *ownership retention* terhadap nilai perusahaan
2. Pengaruh investasi dana dari *proceeds* terhadap nilai perusahaan
3. Pengaruh kepemilikan manajerial memoderasi hubungan antara *ownership retention* dengan nilai perusahaan
4. Pengaruh kepemilikan manajerial memoderasi hubungan antara investasi dana dari *proceeds* dengan nilai perusahaan.

Selain tujuan yang hendak dicapai tersebut, penulis juga berharap hasil penelitian ini dapat memberikan manfaat:

1. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan pada para akademisi untuk memberikan kontribusi terhadap pengembangan literature akuntansi. Dan dapat digunakan sebagai acuan peneliti selanjutnya.
2. Bagi perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan pemikiran.
3. Bagi peneliti, sebagai salah satu wadah menambah wawasan dan pengetahuan tentang *ownership retention* dan investasi dana dari *proceeds* terhadap nilai perusahaan serta salah satu syarat untuk menyelesaikan studi peneliti pada program studi akuntansi Universitas Negeri Padang.

1. TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Nilai Perusahaan

Perusahaan adalah suatu organisasi yang mengkombinasikan dan mengorganisasikan berbagai sumber daya dengan tujuan untuk memproduksi barang dan atau jasa untuk dijual (Salvatore, 2005). Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2002) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Nilai perusahaan menggambarkan seberapa baik atau buruk manajemen mengelola kekayaannya, hal ini bisa dilihat dari pengukuran kinerja keuangan yang diperoleh.

Suatu perusahaan akan berusaha untuk memaksimalkan nilai perusahaannya. Peningkatan nilai perusahaan biasanya ditandai dengan naiknya harga saham di pasar (Rahayu, 2010). Sedangkan menurut Keown (2004) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Sedangkan Wahyudi (2006) dalam Nurlela dan Islahuddin (2008) menyebutkan bahwa nilai

perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli andai perusahaan tersebut dijual. Herwidayatmo dalam Kusumadilaga (2011) mengatakan nilai perusahaan dapat dilihat melalui nilai pasar atau nilai buku perusahaan dari ekuitasnya.

Semula teori perusahaan didasarkan pada asumsi bahwa maksud atau tujuan perusahaan adalah memaksimalkan laba sekarang atau jangka pendek. Akan tetapi, berdasarkan pengamatan perusahaan sering kali mengorbankan laba jangka pendek untuk meningkatkan laba masa depan atau jangka panjang. Karena baik keuntungan jangka pendek maupun jangka panjang sangat penting, teori perusahaan (*theory of the firm*) sekarang mempostulatkan bahwa maksud atau tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*). Hal ini dicerminkan dari nilai sekarang atas semua keuntungan perusahaan yang diharapkan di masa depan. Nilai dari perusahaan bergantung tidak hanya pada kemampuan menghasilkan arus kas, tetapi juga bergantung pada karakteristik operasional dan keuangan dari perusahaan yang diambil alih.

Beberapa variabel kuantitatif yang sering digunakan untuk memperkirakan nilai perusahaan sebagai berikut:

1) Nilai Buku

Nilai buku per lembar saham (BVS) digunakan untuk mengukur nilai *shareholders equity* atas setiap saham, dan besarnya nilai BVS dihitung dengan cara membagi total *shareholders equity* dengan jumlah saham yang beredar.

2) Nilai Appraisal

Nilai appraisal suatu perusahaan dapat diperoleh dari perusahaan appraisal *independent*. Teknik yang digunakan oleh perusahaan appraisal sangat beragam, bagaimanapun nilai ini sering

dihubungkan dengan biaya penempatan. Metode analisis ini sering tidak mencukupi dengan sendirinya karena nilai aktiva individual mempunyai hubungan yang kecil dengan kemampuan perusahaan secara keseluruhan dalam kegunaan dalam menghasilkan *earnings* dan kemudian nilai *going concern* dari suatu perusahaan. Nilai *appraisal* juga akan berguna dalam situasi tertentu seperti dalam perusahaan keuangan, perusahaan sumber daya bagi suatu organisasi yang beroperasi dalam keadaan rugi. Kegunaan dari nilai *appraisal* akan menghasilkan beberapa keuntungan. Nilai perusahaan yang berdasarkan *appraiser independent* juga akan menghasilkan pengurangan *good-will* dengan meningkatkan harga aktiva perusahaan yang telah dikenal.

3) Nilai Pasar Saham

Nilai pasar saham sebagaimana dinyatakan dalam kuotasi pasar modal adalah pendekatan lain untuk memperkirakan nilai bersih dari suatu bisnis. Apabila saham didaftarkan dalam bursa sekuritas utama dan secara luas diperdagangkan, sebuah nilai pendekatan dapat dibangun berdasarkan nilai pasar. Faktor analisis berkompetisi dengan pengaruh spekulatif murni dan berhubungan dengan sentimen masyarakat dan keputusan pribadi.

4) Nilai “Chop-Shop”

Pendekatan “Chop-Shop” untuk valuasi pertama kali diperkenalkan oleh Dean Lebaron dan Lawrence Speidell of *Batterymarch Financial Management*. Secara khusus. Pendekatan ini mengkonseptualisasikan praktik penekanan untuk membeli aktiva di bawah harga penempatan mereka.

5) Nilai Arus Kas

Pendekatan arus kas untuk penilaian dimaksudkan agar dapat mengestimasi arus kas bersih yang tersedia untuk perusahaan yang menawarkan sebagai hasil merger atau akuisisi. Terdapat tiga jenis penilaian yang berhubungan dengan saham, yaitu nilai buku (*book value*), nilai pasar (*market value*) dan nilai intrinsik (*intrinsic value*). Nilai buku merupakan nilai saham menurut pembukuan emiten. Nilai pasar merupakan pembukuan nilai saham di pasar saham dan nilai intrinsik merupakan nilai sebenarnya dari saham.

Prinsip dasar yang harus dimiliki perusahaan dalam rangka mencapai keberhasilan jangka panjang tersebut adalah (Badan Pemberantas Korupsi, 2010):

- 1) Nilai-nilai perusahaan merupakan landasan moral dalam mencapai visi dan misi perusahaan, oleh karena itu sebelum merumuskan nilai-nilai perusahaan.
- 2) Walaupun nilai-nilai perusahaan pada dasarnya universal, namun dalam merumuskan perlu disesuaikan dengan sektor usaha serta karakter dan letak geografis dari masing-masing perusahaan.
- 3) Nilai-nilai perusahaan yang universal antara lain adalah terpecaja, adil dan jujur.

Signaling Theory

Signaling theory merupakan sinyal-sinyal informasi yang dibutuhkan oleh investor untuk mempertimbangkan dan menentukan apakah para investor akan menanamkan sahamnya atau tidak pada perusahaan yang bersangkutan (Suwardjono, 2010). *Signaling theory* berakar pada teori akuntansi pragmatik yang mengamati pengaruh informasi terhadap perubahan

perilaku pemakai informasi (Suwardjono, 2010). Menurut Nezz *et al.*, dalam Ghozali dan Chariri (2007) jika perusahaan secara sukarela mengungkapkan informasi lingkungan yang bernuansa positif, maka tindakannya ini dapat mengurangi risiko berkurangnya kemakmuran yang mungkin dihadapi perusahaan di masa mendatang. Hal ini menunjukkan sinyal positif bagi investor untuk menanamkan sahamnya.

Ownership retention

Ownership retention merupakan besar proporsi saham yang dipertahankan oleh perusahaan setelah dilakukannya IPO. Dalam penelitian ini, proporsi saham dipandang sebagai suatu sinyal bagi para investor yang diungkapkan dalam prospektus. *Ownership retention* didefinisikan sebagai proporsi jumlah saham yang masih ditahan oleh pemilik saham lama (pemilik perusahaan yang ingin *go public*) setelah listing di BEI. Jog dan Mc Conomy (2003) dalam Singh dan Zahn (2008), berpendapat bahwa *ownership retention* dapat digunakan sebagai tanda untuk mengidentifikasi kualitas IPO. Tingkat kepemilikan saham yang dipertahankan oleh pemilik saham lama merupakan salah satu faktor dalam menilai IPO perusahaan yang bersangkutan.

Pemilik saham lama biasanya mempunyai informasi lebih banyak mengenai kondisi perusahaan bila dibandingkan dengan investor yang hanya mengetahui lewat laporan keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan. Pemilik saham lama tidak akan mau melepas atau mendiversifikasi portofolionya apabila mereka yakin akan prospek dimasa yang akan datang. Pemilik perusahaan akan menjaga tingkat kepemilikannya bila mereka yakin bahwa aliran kas perusahaan dimasa datang lebih baik dibandingkan dengan aliran kas saat ini. Pemilik tidak akan menginvestasikan pada perusahaan lain apabila investasi diperusahaannya lebih baik (Leland dan Phyle, 1997 Singh dan Zahn (2008).

Investasi dana dari *Proceeds*

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber dana yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang (Tandelilin,2001). Harapan keuntungan dimasa yang akan datang merupakan kompensasi atas waktu dan resiko yang terkait dengan keuntungan yang diharapkan. Dalam konteks investasi harapan keuntungan ini sering disebut return (Tandelilin,2001). ada beberapa tujuan lain dari sebuah investasi (Tandelilin, 2001) yaitu :

- 1) Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak dimasa yang akan datang
- 2) Mengurangi tekanan inflasi. Dengan melakukan investasi dalam pemilik perusahaan atau objek lain, seseorang dapat menghindari diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi.
- 3) Untuk menghemat pajak. Beberapa Negara didunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang usaha tertentu.

Bentuk fungsi investasi dapat dibedakan menjadi dua, yaitu (i) sejajar dengan sumbu datar, atau (ii) bentuknya naik ke atas ke sebelah kanan (yang berarti makin tinggi pendapatan nasional, makin tinggi investasi). Ada beberapa faktor yang mempengaruhi tingkat investasi yaitu:

1. Tingkat Pengembalian yang Diharapkan (*Expected Rate of Return*)
 - a. Kondisi Internal Perusahaan. Kondisi internal adalah faktor-faktor yang berada di bawah kontrol Perusahaan, seperti tingkat efisiensi, kualitas SDM dan teknologi. Sedangkan faktor non-teknis, seperti kepemilikan hak dan atau kekuatan monopoli,

kedekatan dengan pusat kekuasaan, dan penguasaan jalur informasi.

- b. Kondisi Eksternal Perusahaan. Kondisi eksternal yang perlu dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan akan investasi utama adalah perkiraan tentang tingkat produksi dan pertumbuhan ekonomi domestic maupun internasional.
2. Biaya Investasi. Hal yang paling menentukan adalah tingkat bunga pinjaman. Makin tinggi tingkat bunganya maka biaya investasi makin mahal. Akibatnya minat akan investasi makin menurun. Namun tidak jarang, walaupun tingkat bunga pinjaman rendah, minat akan investasi tetap rendah. Hal ini disebabkan biaya total investasi masih tinggi dan faktor yang mempengaruhi adalah masalah kelembagaan.
3. Marginal Efficiency of Capital (MEC), Tingkat Bunga, dan Marginal Efficiency of Investment (MEI). Marginal Efficiency of Capital (MEC), Investasi, dan Tingkat Bunga MEC adalah tingkat pengembalian yang diharapkan dari setiap tambahan barang modal. Marginal Efficiency of Capital (MEC) dan Marginal Efficiency of Investment (MEI).

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham perusahaan oleh manajer atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham (Christiawan dan Tarigan, 2007). Kepemilikan Manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Kepemilikan manajerial ini diukur dengan

proporsi saham yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun dan dinyatakan dalam presentase. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri (Mahadwartha dan Hartono, 2002).

Menurut Downes dan Goodman (1999) dalam Murwaningsari (2009) kepemilikan manajerial adalah para pemegang saham yang juga berarti dalam hal ini sebagai pemilik dalam perusahaan dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan pada suatu perusahaan yang bersangkutan. Dalam teori keagenan dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham mungkin bertentangan. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah biaya perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan deviden yang akan diterima.

Dengan adanya kepemilikan manajemen dalam sebuah perusahaan akan menimbulkan dugaan yang menarik bahwa nilai perusahaan meningkat sebagai akibat kepemilikan manajemen yang meningkat. Kepemilikan oleh manajemen yang besar akan efektif memonitoring aktivitas perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling (1976), ketika kepemilikan saham oleh manajemen rendah maka ada kecenderungan akan terjadinya perilaku *opportunistic* manajer yang meningkat juga. Dengan adanya kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan maka dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham lainnya sehingga permasalahan antara *agent* dan *principal* diasumsikan akan hilang apabila

seorang manajer juga sekaligus sebagai pemegang saham.

Penelitian terdahulu

Hartono (2006) menguji analisis retensi kepemilikan pada penerbitan saham perdana sebagai sinyal nilai perusahaan. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa retensi kepemilikan merupakan sinyal positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Berdasarkan analisis regresi moderasian diperoleh hasil bahwa kepemilikan institusional memperkuat sinyal positif nilai perusahaan. Selanjutnya untuk kepemilikan manajerial tidak memperkuat sinyal positif nilai perusahaan, hal ini dikarenakan prospekus kepemilikan manajerial tidak mudah dilacak.

Barbara Gunawan dan Mazda Halim (2011) yang menguji *ownership retention*, reputasi auditor, laba perusahaan dan *underpricing* terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan institusional sebagai variabel moderasi. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama (*ownership retention*) dan reputasi auditor berpengaruh terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Laba perusahaan dan *underpricing* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah melakukan penawaran umum perdana.

Wahyu Widarji, Bandi dan Sri Hartoko (2010) yang menguji pengaruh proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama, investasi dana yang diperoleh dari penawaran umum saham perdana dan reputasi auditor terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana dan efek moderasi dari

variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Hasil pengujian ini menunjukkan proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama, investasi dana dari *proceeds* secara statistik telah terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana. Sedangkan reputasi auditor tidak terbukti secara statistik berpengaruh terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum saham perdana, tetapi secara simultan reputasi auditor, *ownership retention* dan investasi dana dari *proceeds* secara statistik terbukti berpengaruh positif terhadap perusahaan setelah penawaran umum saham perdana. Sedangkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak memoderasi hubungan *ownership retention* dengan nilai perusahaan.

Agnar Firdaus (2011) yang menguji pengaruh *ownership retention* terhadap pengungkapan *intellectual capital* dengan *corporate governance* sebagai variabel moderating (studi pada perusahaan yang melakukan *initial public offering* di BEI periode 2006-2009). Hasil pengujian menunjukkan *ownership retention* berpengaruh terhadap *intellectual capital* dikarenakan perusahaan yang mempunyai laporan *intellectual capital* tidak efisien dan tidak konsisten, akan mengakibatkan terjadi peningkatan asimetri informasi antara pemilik lama dengan investor potensial Walker (2006). Hal ini, merupakan peluang pemilik lama untuk memperoleh pengembalian investasi yang sangat tinggi dari investasi yang dilakukan. Hubungan pengungkapan *intellectual capital* dengan *ownership retention* juga dipengaruhi oleh struktur *corporate governance*, pada perusahaan dengan struktur *corporate governance* yang kuat maka jumlah *item intellectual capital* yang diungkapkan lebih tinggi. Penelitian sebelumnya menyatakan, *corporate governance* yang kuat dapat mengurangi biaya modal. Oleh karena itu, struktur

corporate governance yang kuat, mengurangi pengaruh antara pengungkapan *intellectual capital* dengan proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemlik lama setelah IPO.

Ary Gumanti (2007) yang menguji *ownership retention*, jumlah faktor risiko, tujuan penggunaan dana dan *underpricing* dipasar perdana saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *ownership* dan penggunaan dana IPO untuk investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *initial return*. Artinya perusahaan yang menjual sebagian kecil dari saham yang ada dan yang menggunakan sebagian dana hasil IPO untuk keperluan investasi dapat dianggap memiliki kualitas baik, sehingga risiko yang dihadapi lebih rendah. Konsekuensinya, jika potensi risiko rendah, return yang diharapkan juga rendah. Semakin tinggi tingkat *ownership retention* dan jika ada sebagian dana hasil IPO digunakan untuk keperluan investasi, tingkat *initial return* perusahaan akan semakin rendah dan sebaliknya. Dana hasil IPO untuk keperluan perbaikan atau penguatan model kerja sebagai sinyal negative oleh pasar, yang dtunjukkan dengan rata-rata tingkat *initial return* lebih tinggi dari pada IPO yang tidak menggunakan sebagian atau seluruh dana IPO untuk modal kerja.

Tendi Haruma (2008) yang menguji struktur kepemilikan, keputusan dan nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan secara simultan struktur kepemilikan berpengaruh terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan. Namun temuan yang menarik adalah variabel manajerial *ownership* yang proporsinya lebih kecil (rata-rata 6%) dari institusional *ownership* ternyata berpengaruh signifikan terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan, temuan lain adanya indikator fundamental perusahaan hanya mampu menjelaskan 11,6%, sedangkan selebihnya indicator persepsi pasar.

Fauzi Amri (2008) yang menguji analisis pengaruh struktur kepemilikan, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hasil kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, keputusan investasi memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen memiliki pengaruh negative terhadap nilai perusahaan.

Untung Wahyudi dan Hartini Prasetyaning Pawestri (2006) menguji implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel *intervening*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan dan struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui keputusan pendanaan

Diyah Pujianti dan Erman Widanar (2009) menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan, keputusan keuangan sebagian variabel *intervening*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen.

2. METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan adalah kausatif. Penelitian kausatif merupakan tipe penelitian dengan karakteristik masalah berupa hubungan sebab akibat dengan dua variabel atau lebih. Tujuan dari penelitian ini yaitu untuk melihat pengaruh suatu variabel terhadap variabel lain. Dalam hal ini menjelaskan dan menggambarkan serta memperlihatkan pengaruh *ownership retention* dan investasi dana dari *proceeds*

dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel pemoderasi.

Populasi dan sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007 sampai dengan tahun 2012. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini dengan menggunakan purposive sampling, artinya bahwa populasi yang akan dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah populasi memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang dikehendaki peneliti (Singgih, 2001).

Jenis dan teknik pengumpulan data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data yang diperoleh secara tidak langsung dari objek penelitian yang bersumber dari data base BEI dan data sekunder yang diperoleh dari Indonesia Capital Market Directory (ICMD) tahun 2012 dan www.idx.co.id. Jenis data yang dikumpulkan adalah data prospektus perusahaan yang dipublikasikan dan data harga saham pada penutupan hari pertama di pasar perdana.

Teknik pengumpulan data dengan menggunakan metode dokumentasi yaitu pengumpulan data dengan menggunakan metode-metode atau catatan laporan tertulis dari peristiwa yang telah lalu yang didapat dari perusahaan yang terkait, selanjutnya dilakukan dengan cara menyalin data-data yang dibutuhkan dalam penelitian yang sedang dilakukan atau kutipan langsung dari berbagai sumber.

Variabel Penelitian

1. Variabel independen/bebas adalah variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab timbulnya variabel dependen (terikat). Dalam penelitian ini variabel bebas (independen) yaitu

ownership retention (X1) dan investasi dana dari *proceeds* (X2).

2. Variabel terikat yaitu variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel bebas. Yang menjadi variabel terikat dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan (Y).
3. Variabel pemoderasi
Variabel pemoderasi yaitu variabel yang mempengaruhi (memperkuat atau memperlemah) hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini variabel pemoderasi yaitu kepemilikan manajerial (X3).

Model dan teknik analisis data

1. Model analisis

Untuk melihat pengaruh *ownership retention* dan investasi dana dari *proceeds* dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel pemoderasi, dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4[(X_1.X_3)] + b_5[(X_2.X_3)] + e$$

Keterangan:

Y = Nilai Perusahaan

a = Konstanta

X₁ = *Ownership Retention*

X₂ = Investasi dana dari *proceeds*

X₃ = Kepemilikan manajerial

b₁b₂b₃ = Koefisien regresi

X₁X₃ = Interaksi *ownership retention* dengan kepemilikan manajerial

X₂X₃ = Interaksi investasi dana dari *proceeds* dengan kepemilikan manajerial

e = Standar error

2. Teknik Analisis Data

1) Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik digunakan apabila penelitian yang menggunakan metode regresi berganda. Menurut Sekaran (2006) analisis regresi berganda dilakukan untuk menguji pengaruh dari beberapa variabel bebas terhadap satu variabel terikat. Data yang akan diolah dengan regresi berganda dibantu SPSS, harus memenuhi asumsi-asumsi tertentu agar model regresi tidak bias. Terdapat 3 asumsi:

a. Uji Normalitas Residual

Sebelum melakukan pengujian terhadap hipotesis, terlebih dahulu dilakukan uji normalitas untuk mengetahui model statistik yang akan digunakan. Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah distribusi sebuah data mengikuti atau mendekati normal. Uji normalitas dapat dilakukan dengan metode *kolmogorov smirnov*, dengan melihat signifikan pada 0,05. Jika nilai signifikan yang dihasilkan > 0,05 maka akan berdistribusi normal.

b. Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah situasi adanya korelasi variabel-variabel bebas diantara satu dengan lainnya, maka salah satu variabel bebas tersebut dieliminir. Untuk menguji adanya multikolinieritas dapat dilihat melalui nilai *Varians Inflation Factor* (VIF) < 10 dan *tolerance* > 0,1. Apabila terdapat korelasi yang tinggi sesama variabel bebas maka langkah yang harus dilakukan adalah menghilangkan salah satu variabel atau menambah variabel bebasnya.

c. Uji Heterokedasitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual atas suatu pengamatan ke pengamatan lain. Untuk mendeteksi heteroskedastisitas dapat menggunakan uji

Gletser. Apabila $Sig > 0,05$ maka tidak terdapat gejala heteroskedastisitas. Model yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas.

1. Uji Model (Goodness Fit of Model)

a. Uji F (F-test)

Uji F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas dalam model berpengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Selain itu, uji F dapat digunakan untuk melihat model regresi yang digunakan sudah signifikan atau belum, dengan ketentuan bahwa jika $p \text{ value} < (\alpha) = 0,05$ dan $f_{hitung} > f_{tabel}$, berarti model tersebut signifikan dan bisa digunakan untuk menguji hipotesis. Dengan tingkat kepercayaan (α) untuk pengujian hipotesis adalah 95% atau (α) = 0,05.

b. Koefisien Determinasi yang disesuaikan (*Adjusted R²*)

Koefisien determinasi (*R Square*) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variansi variabel terikat. *Adjusted R Square* sudah disesuaikan dengan derajat masing-masing jumlah kuadrat yang tercakup dalam perhitungan *Adjusted R Square* yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas.

c. Uji Hipotesis (t-test)

Uji t bertujuan untuk menguji pengaruh secara parsial antara variabel bebas terhadap variabel tidak bebas dengan variabel lain dianggap konstan, dengan asumsi bahwa jika signifikan nilai t hitung yang dapat dilihat dari analisis regresi menunjukkan kecil dari $\alpha = 5\%$, berarti variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Dengan tingkat kepercayaan untuk pengujian hipotesis adalah 95% atau (α) = 0,05 (5%).

Dengan kriteria sebagai berikut:

- a) Jika tingkat signifikan $\alpha < 0,05$ dan koefisien regresi (β) positif maka hipotesis diterima yang berarti tersedia cukup bukti untuk menolak H_0 pada pengujian hipotesis 1, 2 atau dengan kata lain tersedia bukti untuk menerima H_1, H_2 .
- b) Jika tingkat signifikan $\alpha < 0,05$ dan koefisien regresi (β) negatif maka hipotesis ditolak dan berarti tidak tersedia cukup bukti untuk menerima hipotesis.
- c) Jika tingkat signifikan $> \alpha 0,05$ dan koefisien regresi (β) positif maka hipotesis ditolak yang berarti tidak tersedia cukup bukti untuk menerima hipotesis.

Definisi Operasional

Untuk lebih memudahkan dalam penulisan dan untuk menghindari penafsiran yang berbeda pada penelitian ini, maka penulis perlu menjelaskan definisi operasional variabel sebagai berikut:

1. Nilai perusahaan (Y)
Nilai perusahaan merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli andai perusahaan tersebut dijual.
2. *Ownership retention* (X_1)
Ownership retention adalah sejumlah saham yang dipertahankan kepemilikan oleh pemilik awal saham yang masih dipertahankan hingga perusahaan *go public* yang diklasifikasi dalam bentuk persentase.
3. Investasi dana dari *proceeds* (X_3)
Investasi dana dari *proceeds* adalah sejumlah dana yang diperoleh dari penawaran saham yang digunakan untuk pengembangan usaha,

pembayaran hutang dan membantu perusahaan dalam alokasi dana dengan keuntungan yang diharapkan bagi perusahaan

4. Kepemilikan manajerial (X_3)
Kepemilikan manajerial adalah persentase saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur perusahaan dan pihak manajemen secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan.

3. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Gambaran umum objek penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh melalui publikasi yang dilakukan oleh perusahaan pada waktu melakukan penawaran umum saham perdana. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah prospektus dan harga penutupan saham di pasar sekunder dari perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana pada tahun 2007 sampai dengan tahun 2012. Pemilihan tahun tersebut dengan alasan pada tahun sebelum dan sesudah periode tersebut telah diteliti dengan variabel yang berbeda.

Berdasarkan data yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI), data perusahaan yang melakukan penawaran umum saham perdana pada periode tahun 2007 sampai dengan tahun 2012 adalah 110 perusahaan. Setelah dilakukan pemilihan sampel dengan metode *purposive sampling* diperoleh sampel penelitian sebanyak 55 perusahaan.

Statistik deskriptif

Sebelum dilakukan pengujian data secara statistik dengan lebih lanjut, terlebih dahulu dilakukan pendeskripsian terhadap variabel penelitian. Hal ini dimaksudkan agar dapat memberikan gambaran tentang masing-masing variabel yang akan diteliti. Dalam penelitian ini yang menjadi variabel bebas

adalah *ownership retention* dan investasi dana dari *proceeds*, variabel terikatnya adalah nilai perusahaan sedangkan sebagai variabel pemoderasinya adalah kepemilikan manajerial.

Model dan Teknik Analisis

1. Model Analisis

Untuk melihat pengaruh partisipasi penyusunan anggaran, sistem pengukuran kinerja terhadap kinerja instansi pemerintah dengan gaya kepemimpinan sebagai variabel pemoderasi, maka digunakan model *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4[(X_1.X_3)] + b_5[(X_2.X_3)] + e$$

Keterangan:

Y	=Nilai Perusahaan
a	=Konstanta
X ₁	= <i>Ownership retention</i>
X ₂	=Investasi dana dari <i>proceeds</i>
X ₃	=Kepemilikan manajerial
b ₁ b ₂ b ₃	=Koefisien regresi
X ₁ X ₃	=Interaksi <i>ownership retention</i> dengan kepemilikan manajerial
X ₂ X ₃	=Interaksi investasi dana dari <i>proceeds</i> dengan kepemilikan manajerial
e	=Standar error

2. Teknik Analisis

a. Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan data yang telah dikumpulkan, kemudian dilakukan analisis untuk pernyataan penelitian. Dalam melakukan analisis digunakan teknik *moderated regression analysis*. Kegiatan perhitungan statistik menggunakan SPSS versi 16. Sebelum data diolah dengan *moderated regression analysis* maka uji asumsi klasik untuk memperoleh keyakinan bahwa data

yang diperoleh beserta variabel penelitian layak untuk diolah lebih lanjut. Uji asumsi klasik yang dilakukan terdiri dari:

1) Uji Normalitas Residual

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Pengujian normalitas dapat dilakukan dengan menggunakan *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test*, dengan taraf signifikan 0,05 atau 5%. Jika signifikan yang dihasilkan > 0,05 maka distribusi datanya dikatakan normal. Sebaliknya jika signifikan yang dihasilkan < 0,05 maka data tidak terdistribusi secara normal.

Dari Tabel terlihat bahwa hasil uji normalitas menyatakan nilai *Kolmogorov-Smirnov* sebesar 0,698 dengan signifikan 0,715. Berdasarkan hasil tersebut dapat dinyatakan data yang digunakan dalam penelitian ini telah berdistribusi normal dan bisa dilanjutkan untuk diteliti lebih lanjut.

2) Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya kolerasi antar variabel bebas atau independen. Untuk menguji adanya multikolinearitas dapat dilihat melalui nilai *Variance Inflation Factor (VIF)* dan *tolerance value* untuk masing-masing variabel independen. Apabila *tolerance value* di atas 0,10 dan VIF kurang dari 10 maka dikatakan tidak terdapat gejala multikolinearitas.

Hasil nilai VIF yang diperoleh dalam Tabel menunjukkan variabel bebas dalam model regresi tidak saling berkorelasi. Diperoleh nilai VIF untuk masing-masing variabel bebas kurang dari 10 dan *tolerance value* berada di atas 0,10. Hal ini menunjukkan tidak adanya korelasi antara sesama variabel bebas dalam model regresi dan disimpulkan tidak terdapat masalah multikolinearitas

diantara sesama variabel bebas dalam model regresi yang dibentuk.

3) Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual atas satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas. Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas pada penelitian ini menggunakan uji *Glejser*. Pengujian ini membandingkan signifikan dari uji ini apabila hasilnya $\text{sig} > 0,05$ atau 5%. Jika signifikan di atas 5% maka disimpulkan model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

Berdasarkan Tabel, dapat dilihat tidak ada variabel yang signifikan dalam regresi dengan variabel AbsUt. Tingkat signifikansi $> \alpha 0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini terbebas dari heteroskedastisitas.

b. Uji Model (Goodness Fit of Model)

1) Uji F (F-test)

Hasil pengolahan data SPSS pada uji F untuk melihat ada atau tidaknya pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat serta untuk menguji apakah model yang digunakan sudah *fix* atau tidak. Patokan yang digunakan adalah dengan membandingkan nilai signifikansi yang didapat dengan derajat signifikansi ($\alpha=0,05$). Apabila signifikansi F lebih kecil dari derajat signifikansi, maka persamaan regresi yang diperoleh dapat di handalkan. Berdasarkan Tabel dapat dilihat bahwa signifikansi adalah 0,001 atau kecil dari 0,05 maka dapat dikatakan bahwa persamaan regresi yang digunakan sudah *fix*.

2) Uji Koefisien Determinasi (Adjusted R^2)

Koefisien Determinasi bertujuan untuk melihat atau mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Hasil pengukuran koefisien determinasi dapat dilihat pada Tabel di bawah ini:

Dari tampilan *output SPSS model summary* pada Tabel besarnya *Adjusted R Square* adalah

3) Uji Hipotesis (t-test)

Uji t dilakukan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. patokan yang digunakan adalah dengan membandingkan nilai signifikan yang dihasilkan dengan $\alpha 0.05$ atau dengan membandingkan t hitung dengan t tabel. Berdasarkan tabel, maka dapat dilihat pengaruh antar variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen adalah sebagai berikut :

Berdasarkan tabel dapat dianalisis model estimasi sebagai berikut:

$$Y = 0.767 - 0.002 (x_1) + 0.008 (x_2) + 0.434 (x_3) - 0.002(\lg x_1 * \lg x_3) - 0.006 (x_2 * \lg x_3) + e$$

Keterangan:

Y =Nilai Perusahaan

a =Konstanta

X_1 =*Ownership retention*

X_2 =Investasi dana dari *proceeds*

X_3 =Kepemilikan manajerial

$b_1 b_2 b_3$ =Koefisien regresi

$X_1 X_3$ = Interaksi *ownership retention* dengan kepemilikan manajerial

$X_2 X_3$ = Interaksi investasi dana dari *proceeds* dengan kepemilikan manajerial

e =Standar error

Dari persamaan di atas dapat dijelaskan bahwa:

a. Konstantan (α) yang diperoleh sebesar 0.767. Hal ini berarti bahwa jika variabel independen *ownership retention* (X_1), investasi dana dari *proceeds* (X_2) dan kepemilikan manajerial (X_3) tidak ada atau bernilai nol, maka tingkat nilai perusahaan akan mengalami peningkatan sebesar 0.767.

b. Koefisien Regresi (β) X_1 adalah sebesar -0.002 ini berarti bahwa dengan meningkatnya *ownership retention* satu satuan, maka akan menurunkan nilai perusahaan sebesar -0.002.

c. Koefisien Regresi (β) X_2 adalah sebesar 0,008 ini berarti bahwa dengan meningkatnya investasi dana dari *proceeds* satu satuan, maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0.008.

d. Koefisien regresi (β) X_3 adalah sebesar 0.434, ini berarti bahwa dengan meningkatnya kepemilikan manajerial satu satuan, maka akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0.434.

e. Koefisien regresi (β) $X_1.X_3$ adalah sebesar 0.002 ini berarti bahwa setiap peningkatan interaksi *ownership retention* dan kepemilikan manajerial satu satuan akan mengakibatkan penurunan sebesar 0.002.

f. Koefisien regresi (β) $X_2.X_3$ adalah sebesar 0.002 ini berarti bahwa setiap peningkatan interaksi investasi dana dari *proceeds* dan kepemilikan manajerial satu satuan akan mengakibatkan peningkatan sebesar 0.002.

a. Proporsi *ownership retention* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.

Hasil analisis dari tabel diatas, pengujian hipotesis 1 dilakukan dengan membandingkan nilai t_{hitung} dan t_{tabel} pada $\alpha = 0.05$ adalah 2.0195 untuk variabel *ownership retention* (X_1) nilai t_{hitung} adalah -0.250 dan nilai sig adalah 0.804 dan koefisiennya

sebesar -0.002. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $-0.250 < 2.0195$ dan nilai signifikansi $0.804 > \alpha : 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa *ownership retention* (X_1) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sehingga hipotesis pertama dalam penelitian ini **ditolak**.

b. Proporsi investasi dana dari *proceeds* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran perdana.

Hasil analisis dari tabel diatas, pengujian hipotesis 2 dilakukan dengan membandingkan nilai t_{hitung} dan t_{tabel} pada $\alpha = 0,05$ dan variabel investasi dari *proceeds* (X_2) nilai t_{hitung} adalah 1.678 dan nilai sig adalah 0.101 dan koefisiennya sebesar 0.008. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $1.678 < 2.0195$ dan nilai signifikansi $0.101 > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa investasi dana dari *proceeds* (X_2) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sehingga hipotesis pertama dalam penelitian ini **ditolak**.

c. Proporsi *ownership retention* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana pengaruh tersebut diperkuat dengan kepemilikan manajerial.

Hasil analisis pada tabel diatas, diperoleh nilai sig $X_1.X_3$ sebagai variabel interaksi antara variabel *ownership retention* dan kepemilikan manajerial sebesar 2.0195, nilai ini lebih dari $\alpha = 0,05$ ($0.440 > 0,05$) dan nilai t_{hitung} lebih kecil dari nilai t_{tabel} ($0.780 < 2.0195$) dan koefisiennya sebesar 0.002. Hal ini menunjukkan bahwa penelitian ini menunjukkan bahwa interaksi *ownership retention* dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, artinya kepemilikan manajerial bukanlah variabel pemoderasi dalam penelitian ini. Jadi dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga dalam penelitian ini **ditolak**.

d. Proporsi investasi dana dari *proceeds* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan setelah penawaran perdana,

pengaruh tersebut diperkuat dengan kepemilikan manajerial.

Hasil analisis pada tabel diatas, diperoleh nilai sig $X_2.X_3$ sebagai variabel interaksi antara variabel investasi dana dari *proceeds* dan kepemilikan manajerial sebesar -1.693, nilai ini lebih dari $\alpha = 0,05$ ($-0.006 > 0,05$) dan nilai t_{hitung} lebih kecil dari nilai t_{tabel} ($-1.693 < 2.0195$) dan koefisiennya sebesar 0,098. Hal ini menunjukkan bahwa penelitian ini menunjukkan bahwa interaksi investasi dana dari *proceeds* dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, artinya kepemilikan manajerial bukanlah variabel pemoderasi dalam penelitian ini. Jadi dapat disimpulkan bahwa hipotesis keempat dalam penelitian ini **ditolak**.

Pembahasan

1. Pengaruh *ownership retention* terhadap nilai perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *ownership retention* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi yaitu $0,804 > \alpha : 0,05$ dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $-0.250 < 2.0195$. Ini berarti bahwa penelitian ini berhasil menemukan bukti bahwa *ownership retention* tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini diperkuat oleh penelitian Krinsky dan Rotenberg (1989) dalam widarjo (2010) hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa *ownership retention* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Krinsky dan Rotenberg (1989) menyatakan bahwa resiko spesifik perusahaan ditentukan oleh interaksi antara nilai perusahaan dengan *varian return* pasar bukan dari retensi kepemilikan (*ownership retention*). Penelitian ini berhasil menemukan bukti bahwa *ownership retention* tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

2. Pengaruh investasi dana dari *proceeds* terhadap nilai perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa investasi dana dari *proceeds* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil uji statistik menunjukkan bahwa variabel investasi dana dari *proceeds* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi yaitu $0,101 > \alpha : 0,05$ dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $1.678 > 2.01955$ dan menunjukkan arah positif. Hal ini sesuai dengan penelitian dari McGuinness (1993) menyatakan bahwa investasi dana dari penjualan saham perdana tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dikarenakan tidak semua dana yang diperoleh untuk investasi dan pengembangan usaha, tapi ada juga yang menggunakan sebagian dana tersebut untuk membayar hutang.

3. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap hubungan *ownership retention* dengan nilai perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi hubungan *ownership retention* dengan nilai perusahaan, artinya kepemilikan manajerial tidak dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh *ownership retention* dengan nilai perusahaan. Sehingga dapat dinyatakan bahwa kepemilikan manajerial dalam penelitian ini sebagai variabel pemoderasi. Hal ini dapat mendukung hasil penelitian Widarjo, dkk. (2010) dan Barbara (2011) yang menyatakan bahwa variabel kepemilikan manajerial bukan merupakan variabel yang memoderasi hubungan antara proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama dengan nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana dikarenakan manajemen perusahaan tidak mempunyai kendali terhadap perusahaan, manajemen lebih banyak dikendalikan oleh pemilik mayoritas.

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak memperkuat hubungan antara *ownership retention* dengan nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi yaitu $0.440 > \alpha : 0,05$ dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $0.780 < 2.0195$ dan menunjukkan arah positif. Ini berarti bahwa penelitian ini berhasil menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial bukan variabel moderasi antara *ownership retention* dengan nilai perusahaan.

4. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap hubungan investasi dana dari *proceeds* dengan nilai perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi hubungan investasi dana dari *proceeds* dengan nilai perusahaan artinya kepemilikan manajerial tidak dapat memperkuat pengaruh investasi dana dari *proceeds* dengan nilai perusahaan. Sehingga dapat dinyatakan bahwa kepemilikan manajerial dalam penelitian ini bukanlah sebagai variabel pemoderasi. Hal ini dapat mendukung hasil penelitian oleh Wahyu Widarjo dkk.(2010) bahwa kepemilikan manajerial tidak memoderasi hubungan antara investasi dana dari *proceeds* terhadap nilai perusahaan.

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak memoderasi terhadap hubungan investasi dana dari *proceeds* dengan nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi yaitu $0.098 > \alpha : 0,05$ dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $-1.693 < -2.0195$. Ini berarti bahwa penelitian ini berhasil menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial tidak memperkuat pengaruh antara investasi dana dari *proceeds* dengan nilai perusahaan.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil temuan penelitian dan pengujian hipotesis yang telah diajukan dapat disimpulkan bahwa:

1. Proporsi kepemilikan saham yang masih dipertahankan oleh pemilik lama (*ownership retention*) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.
2. Proporsi investasi dana dari *proceeds* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan terhadap nilai perusahaan setelah penawaran umum perdana.
3. Kepemilikan manajerial tidak memoderasi hubungan antara baik *ownership retention* dan investasi dana dari *proceeds* dengan nilai perusahaan setelah melakukan penawaran umum perdana

Keterbatasan dan Saran Penelitian

Meskipun peneliti telah berusaha merancang dan mengembangkan penelitian sedemikian rupa, namun masih terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini yang masih perlu direvisi penelitian selanjutnya antara lain:

1. Memperbanyak jumlah sampel penelitian untuk mendapatkan hasil yang lebih baik
2. Memperpanjang periode pengamatan untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat dan teknik analisis data selain regresi berganda.
3. Peneliti selanjutnya diharapkan memasukkan variabel lain yang memungkinkan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, misalnya: *underpricing*, *underwriter*, reputasi auditor, *intelektual capital*, *CSR (Corporate Social Responsibility)*.

DAFTAR PUSTAKA

- Amri, F., 2008, "Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan". *Skripsi*, Jurusan Manajemen. Fakultas

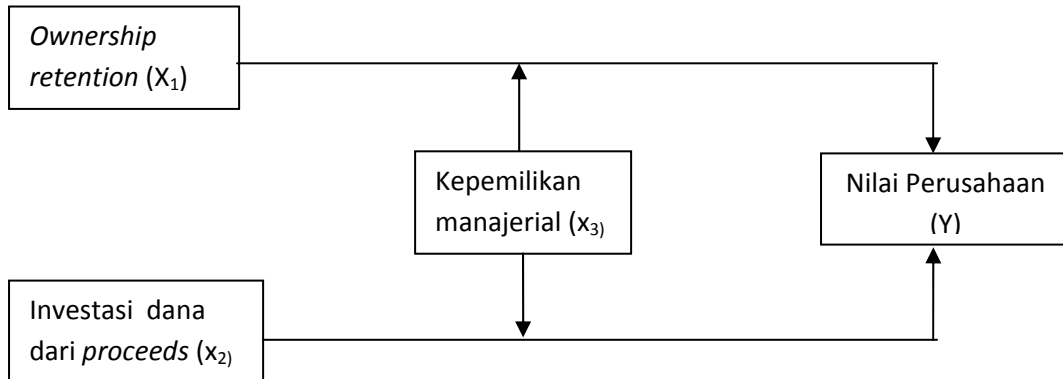
- Antonia, E., 2008, "Analisis Pengaruh Reputasi Auditor, Proporsi Dewan Komisaris Independen, *Leverage*, Kepemilikan Manajerial dan Proporsi Komite Audit Independen terhadap Manajemen Laba (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2004 – 2006)", *Tesis*, Pascasarjana. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Barbara,G dan Mazda,H. 2011. *Ownership Retention*, Reputasi Auditor, Laba Perusahaan dan *Underpricing* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial dan Istitusional sebagai Variabel Moderasi. Universitas Muhamadiyah Yogyakarta. Yogyakarta
- Firdaus, A., 2011, "Pengaruh *Ownership Retention* terhadap Pengungkapan *Intellectual Capital* dengan *Corporate Governance* sebagai Variabel *Moderating* (Studi pada Perusahaan yang Melakukan *Initial Public Offering* di BEI Periode 2006 – 2009)", *Skripsi*, Strata 1. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hartono, 2006, "Analisis Retensi Kepemilikan pada Penerbitan Saham Perdana sebagai Sinyal Nilai Perusahaan", *Jurnal Bisnis dan Manajemen*. Vol. 6, No. 2, 2006: 141-162.
- Herry dan Hamin. 2005. Tingkat Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan, Bukti Empiris pada Perusahaan Publik di Indonesia. Simposium Riset Ekonomi Surabaya 23-24 November, 2005.
- Imam, F.P dan M. Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Istitusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang.
- Imanta D. dan Rudji S. 2011. Faktor- Faktor yang Mempengaruhi Kepemilikan Manajerial. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.3, No. 1, April 2011, Hlm 78-80.
- Jogiyanto. 2004. Metodologi Penelitian Bisnis, Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Kusumajaya, DKO, 2011. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Pascasarjana. Universitas Udayana. Denpasar.
- Kuncoro, M. 2004. Metode Kuantitatif Teori Aplikasi untuk BISNIS dan Ekonomi. Edisi 4. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Mudjiono. 2010. Pengaruh Tindakan Perataan Laba terhadap Reaksi Pasar dengan Kualitas Auditor dan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Pemoderasi. *Eksplanasi Volume 5 Nomor 2 Edisi Oktober 2010*.
- Noerirawan Moch Ronni dan Muid Abdul. 2012. " Pengaruh factor internal dan Ekternal Perusahaan". *Diponegoro Jurnal Of Accounting* Vol. 1, No. 2 Thn 2012. Hal 1-12.
- Pakaryaningsih E.,2008, "Peranan Kepemilikan Istitusional terhadap Nilai Perusahaan dalam Tinjauan Hubungan Non-Linear (Kasus Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)", *Jurnal Manajemen dan Bisnis*. Vol.12, No. 2, 2008, Halm. 128-137.
- Permatasari,W.I.,2010, "Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Istitusional dan *Corporate Social Responsibility* terhadap Nilai Perusahaan". *Skripsi*. Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro.Semarang.
- Pakaryaningsih E. 2008."Peranan Kepemilikan Istitusional terhadap Nilai Perusahaan dalam Tinjauan Hubungan Non-Linear". *Jurnal Manajemen dan Bisnis*. Vol. 12, No.2, Desember 2008, Hlm. 128-137.
- Sari, R.Y.H.K.,2012."Ownership Retention, Komisaris Independen, *Proprietary*

- Cost*, dan Pengungkapan *Intellectual Capital* dalam Prospektus IPO”. *Jurnal Akuntansi dan Sistem Teknologi Informasi* Vol. 9, No. 1, Oktober 2012: 76 – 90.
- Sudarsi, S. 2008. Dampak Kepemilikan Manajerial, *Large External Shareholders* terhadap Struktur Modal dalam Perspektif Teori Keagenan. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE)*, Maret 2008, Hal. 15 – 30.
- Sulistiono. 2010. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur DI BEI Tahun 2006-2008. Skripsi. Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang.
- Sunarto. 2004. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, *Investment Opportunity Set*, *Return On Asset* dan *Debt To Equity Ratio* terhadap *Dividend Payout Ratio* (Studi Kasus pada Saham IQ45 di Bursa Efek Jakarta). Tesis. Program Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Wahyudi, U., dan Pawestri, H.P., 2006, ”Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening”, *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi IX*, Padang.
- Widarjo, W., Bandi., Hartoko, S., 2010, ” Pengaruh *Ownership Retention*, Investasi dari *Proceeds*, dan Reputasi Auditor terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial dan Institusional sebagai Variabel Pemoderasi”, *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi XIII*, Purwokerto.
- Wijaya, L.R.P., Bandi, Wibawa, A., 2010, ”Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan”, *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi XIII*, Purwokerto.

www.idx.co.id

LAMPIRAN

KERANGKA KONSEPTUAL



Uji Statistic Deskriptif Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Y	55	.13	9.96	1.8031	1.87843
x1	55	2.60	89.98	67.8333	19.82996
x2	55	.58	71.50	32.5800	18.71019
x3	55	.26	87.10	14.5424	19.34057
Valid N (listwise)	55				

Uji Normalitas Residual One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Y	x1	x2	x3
N		55	55	55	55
Normal Parameters ^a	Mean	1.803	67.833	32.580	14.542
	Std. Deviation	1.87843	19.82996	18.71019	19.34057
Most Extreme Differences	Absolute	.235	.204	.147	.316
	Positive	.235	.136	.147	.316
	Negative	-.196	-.204	-.097	-.230
Kolmogorov-Smirnov Z		1.740	1.511	1.087	2.344
Asymp. Sig. (2-tailed)		.005	.021	.188	.000

a. Test distribution is Normal.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		sqrt_y	x1	x2	lg_x3
N		47	47	47	47
Normal Parameters ^a	Mean	1.2688	70.7874	31.9640	.9899
	Std. Deviation	.55464	1.56358E1	1.79625E1	.41848
Most Extreme Differences	Absolute	.148	.182	.151	.163
	Positive	.148	.114	.151	.163
	Negative	-.119	-.182	-.076	-.063
Kolmogorov-Smirnov Z		1.012	1.246	1.036	1.118
Asymp. Sig. (2-tailed)		.257	.090	.233	.164

a. Test distribution is Normal.

**Uji Normalitas residual secara bersama-sama
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		47
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.50402183
Most Extreme Differences	Absolute	.102
	Positive	.102
	Negative	-.064
Kolmogorov-Smirnov Z		.698
Asymp. Sig. (2-tailed)		.715

a. Test distribution is Normal.

**Uji Multikolinearitas
Coefficientsa**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	x1	.599	1.669
	x2	.863	1.159
	lg_x3	.907	1.103
	x1*lg_x3	.432	2.315
	x2*lg_x3	.472	2.120

a. Dependent Variable: sqrt_y

**Uji Heterokedasitas
Coefficientsa**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.019	.250		-.074	.941
	x1	-3.559	.004	-.002	-.009	.993
	x2	.003	.003	.188	1.242	.221
	lg_x3	.211	.116	.269	1.825	.075
	x1*lg_x3	.002	.002	.224	1.050	.300
	x2*lg_x3	-.001	.002	-.114	-.559	.579

a. Dependent Variable: absUt

Uji model

Uji F ANOVA^b

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.296	5	.659	2.490	.047a
	Residual	10.855	41	.265		
	Total	14.151	46			

a. Predictors: (Constant), x2*lg_x3, lg_x3, x2, x1, x1*lg_x3

b. Dependent Variable: sqrt_y

Uji Koefisien Determinasi Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.483a	.233	.139	.51455

a. Predictors: (Constant), x2*lg_x3, lg_x3, x2, x1, x1*lg_x3

b. Dependent Variable: sqrt_y

Uji t Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.767	.411		1.866	.069
	x1	-.002	.006	-.044	-.250	.804
	x2	.008	.005	.247	1.678	.101
	lg_x3	.434	.190	.327	2.277	.028
	x1*lg_x3	.002	.003	.162	.780	.440
	x2*lg_x3	-.006	.004	-.337	-1.693	.098

a. Dependent Variable: sqrt_y