

BAB 4

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum

Subjek penelitian ini menggunakan sampel yang ditentukan dengan metode *purposive sampling*, dimana teknik penentuannya memiliki batasan dan harus memenuhi kriteria yang telah diatur sebelumnya. Sampel penelitian ini berjumlah 16 perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index (JII)* periode 2013-2018. Lebih lanjut, objek dalam penelitian ini berfokus kepada faktor yang mampu mempengaruhi suatu nilai perusahaan, yaitu *Board Size*, struktur kepemilikan perusahaan, serta faktor-faktor fundamental yang terkait lainnya yaitu *Firm Size*, *Debt to Equity Ratio*, serta *Return on Asset* dengan menggunakan analisis data panel. Berikut sampel dalam penelitian ini :

Tabel 4.1
Daftar Sampel Perusahaan

NO.	Kode	Nama Perusahaan
1	ADRO	PT. Adaro Energy Tbk.
2	AKRA	PT. AKR Corporindo Tbk
3	ASII	PT. Astra International Tbk.
4	BSDE	PT. Bumi Serpong Damai Tbk.
5	BRPT	PT. Barito Pacific Tbk.
6	ICBP	PT. Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.
7	INDF	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk.
8	KLBF	PT. Kalbe Farma Tbk.
9	PGAS	PT. Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.
10	PTPP	PT. PP (Persero) Tbk.
11	SMGR	PT. Semen Gresik (Persero) Tbk.
12	SMRA	PT. Summarecon Agung Tbk.
13	TLKM	PT. Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.
14	UNTR	PT. United Tractors Tbk.
15	UNVR	PT. Unilever Indonesia Tbk.
16	WIKA	PT. Wijaya Karya (Persero) Tbk.

Sumber : www.idx.co.id 2013-2018, data diolah

4.2 Deskripsi Statistik Variabel

Analisis statistik deskriptif menjelaskan mengenai variabel bebas dan terikat yang digunakan dalam penelitian ini. Adapun variabel independen yang

dimaksud, yaitu *Board Size*, *Managerial*, *Government*, *Size*, *DER*, dan *ROA*, sedangkan variabel dependen yang digunakan adalah Tobins-q sebagai proksi nilai perusahaan. Dari hasil penelitian akan diketahui nilai minimum (*minimum*), maksimum (*maximum*), rata-rata (*mean*), dan *standard* deviasi (*standar deviation*) tiap variabel yang digunakan pada periode pengamatan tahun 2013-2018. Berikut adalah tabel hasil statistik deskriptif :

Tabel 4.2
Tabel Statistik Deskriptif

	Tobins-Q	Board Size	Managerial	Goverment	LN_Size	DER	ROA
Mean	2.47	1.93	0.67	17.62	21.56	1.16	10.10
Median	0.85	1.94	0.00	0.00	20.92	0.91	7.79
Maximum	23.28	2.39	8.24	65.15	31.59	5.25	47.56
Minimum	0.15	1.09	0.00	0.00	14.62	0.18	-10.14
Std. Dev.	4.46	0.28	1.66	25.71	4.61	0.87	9.14
Observations	96	96	96	96	96	96	96

Sumber: Data diolah hasil output Eviews 9 (Lampiran)

Tabel di atas menunjukkan terdapat 96 observasi periode tahun penelitian 2013-2018. Adapun penjelasan deskriptif statistik pada data di atas berarti:

- Tobins-q* memiliki rentang nilai antara terendah 0,15 sampai dengan 23,28 dengan nilai rata-rata sebesar 2,47. Nilai terendah dipegang oleh PT. Kalbe pada tahun 2017. Sedangkan perusahaan dengan nilai tertinggi adalah PT. Unilever Indonesia Tbk.
- Board Size* memiliki rentang nilai antara 1,09 sampai dengan 2,39 dengan nilai rata-rata sebesar 1,93. Nilai terendah dipegang oleh PT. Barito Pacific Tbk dikarenakan berturut-turut selama 4 tahun sejak 2013-2016 memiliki sedikit dewan direksi yaitu sebanyak 3 orang. Sedangkan PT. Astra International Tbk merupakan perusahaan dengan nilai tertinggi karena pada tahun 2016 memiliki dewan direksi sebanyak 11 orang, dalam hal ini PT.

Astra International Tbk menjaga untuk tetap memiliki dewan direksi diatas 5 orang setiap tahunnya.

- c. *Managerial* memiliki rentang nilai antara 0,00 sampai dengan 8,24 dengan nilai rata-rata sebesar 0,67. Kepemilikan manajerial dengan nilai terendah secara merata di tahun 2013 dipegang oleh 11 perusahaan dimana pada tahun ini kepemilikan secara internal didominasi oleh publik. Sedangkan berbanding sebaliknya dengan PT. Adaro Energy Tbk yang merupakan perusahaan dengan nilai tertinggi pada awal tahun periode penelitian. Hal ini disebabkan oleh PT. Adaro Energy Tbk menjaga lembar sahamnya ikut dimiliki oleh manajer (dewan direksi) setiap tahunnya.
- d. *Government* memiliki rentang nilai antara 0,00 sampai dengan 65,15 dengan nilai rata-rata sebesar 17,62. Kepemilikan institusional dengan nilai terendah secara merata dimiliki oleh perusahaan swasta, namun tidak seluruhnya. Sementara pada periode 2013 – 2018 terdapat 7 perusahaan yang sama sekali tidak dimiliki sahamnya oleh institusi atau pemerintah. Sedangkan perusahaan dengan nilai tertinggi dipegang oleh PT. Wijaya Karya (Persero) Tbk dengan 65.1 persen. Hal ini dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak semuanya didominasi oleh persero.
- e. *LN_Size* atau ukuran perusahaan memiliki rentang nilai antara 14,62 sampai dengan 31,59 dengan nilai rata-rata sebesar 21,56. Ukuran perusahaan dengan nilai terendah dimiliki oleh PT. Barito Pacific Tbk pada tahun 2016 dan tidak mengalami peningkatan signifikan di tahun-tahun berikutnya. Sedangkan perusahaan dengan nilai tertinggi dipegang oleh PT. PP (Persero) Tbk di akhir periode penelitian, yaitu tahun 2018. Tren tersebut menunjukkan adanya peningkatan oleh masing-masing perusahaan setiap tahunnya, sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan cenderung menjaga dan berupaya meningkatkan ukuran perusahaan untuk menarik minat investor berinvestasi serta mempertahankan reputasi terutama pada perusahaan pemerintah (persero).
- f. *Debt to Equity Ratio (DER)* memiliki rentang nilai antara 0,18 sampai dengan 5,25 dengan nilai rata-rata sebesar 1,16. DER dengan nilai terendah dipegang

oleh perusahaan swasta PT. Kalbe Farma Tbk di tahun 2018. Sedangkan perusahaan dengan nilai DER tertinggi dipegang oleh PT. PP (Persero) Tbk sebesar 5,25 persen. Perusahaan menjaga nilai DER mereka tiap tahunnya untuk tidak meningkat secara signifikan dikarenakan semakin tinggi rasio tersebut akan mencerminkan rendahnya pendanaan perusahaan dan rendahnya kemampuan untuk dapat membayar kewajiban jangka panjang.

- g. *Return on Asset (ROA)* memiliki rentang nilai antara -10,14 sampai dengan 47,56 dengan nilai rata-rata sebesar 10,10. Perusahaan dengan nilai ROA terendah dimiliki oleh perusahaan PT. Barito Pacific Tbk di tahun 2014, yang mana sebelumnya pada tahun 2013 juga bernilai minus. Sedangkan perusahaan dengan nilai ROA tertinggi dipegang oleh PT. Unilever Indonesia Tbk. Perusahaan akan cenderung meningkatkan nilai ROA mereka tiap tahunnya karena mengindikasikan perusahaan mampu menjaga rasio profitabilitasnya dengan menghasilkan laba.

4.3 Hasil Estimasi dan Pembuktian Hipotesis

Untuk menentukan parameter model regresi terbaik dan mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan yang diproksikan dengan Tobins-q, maka peneliti menggunakan analisis regresi data panel. Terdapat beberapa model regresi dalam data panel, yakni *Common Effect Model (CEM)*, *Fixed Effect Model (FEM)* dan *Random Effect Model (REM)* yang dipilih berdasarkan estimasi pengujian yang dilakukan.

4.3.1 Uji Chow

Uji *Chow* menggunakan *Redundant Fixed Effect* sebagai penentuan pilihan model yang lebih baik digunakan, yakni antara *Fixed Effect Model (FEM)* dan *Common Effect Model (CEM)*. Adapun hipotesis pada uji ini, yaitu:

$H_0 = \text{Common Effect Model (CEM)}$

$H_1 = \text{Fixed Effect Model (FEM)}$

Tabel 4.3
Hasil Uji Chow

<i>Effect Test</i>	<i>Statistic</i>	<i>p-value</i>
<i>Cross-section F</i>	11,240024	0,0000

Sumber: Data diolah hasil output Eviews 9 (Lampiran)

Berdasarkan Tabel 4.3 hasil Uji Chow dengan menggunakan Eviews 9, menyatakan bahwa *p-value* pada *Cross-section F* adalah sebesar 0,0000, di mana *p-value* kurang dari nilai taraf signifikansi ($\alpha=0,05$), sehingga H1 diterima. Hal ini berarti bahwa model terbaik yang digunakan adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Maka diperlukan adanya uji *Hausman* dalam rangka memutuskan model terbaik antara *Random Effect Model* (REM) dan *Fixed Effect Model* (FEM).

4.3.2 Uji Hausman

Selanjutnya Uji *Hausman* digunakan untuk menentukan pilihan model terbaik yang digunakan, antara *Random Effect Model* (REM) lebih baik atau tidak dibandingkan dengan *Fixed Effect Model* (FEM). Acuan hipotesis pada uji ini, adalah :

H0 = *Random Effect Model* (REM)

H1 = *Fixed Effect Model* (FEM)

Tabel 4.4
Hasil Uji Hausman

<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Square Statistic</i>	<i>p-value</i>
<i>Cross-section random</i>	0,000000	1,0000

Sumber: Data diolah hasil output Eviews 9 (Lampiran)

Berdasarkan Tabel 4.4, *p-value* pada *cross-section random* adalah sebesar 1,0000, di mana *p-value* lebih besar daripada taraf signifikansi ($\alpha=0.05$), sehingga H0 diterima. Artinya model terbaik yang digunakan adalah *Random Effect Model* (REM). Maka diperlukan adanya uji *Langrage Multiplier* dalam rangka memutuskan model terbaik antara *Common Effect Model* (CEM) dan *Random Effect Model* (REM).

4.3.3 Uji *Langrange Multiplier*

Setelah melakukan Uji *Hausman*, dilanjutkan dengan Uji *Langrange Multiplier* pada data panel untuk memastikan model terbaik yang dapat digunakan. Uji ini dilakukan karena hasil uji *Common Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM) tidak konsisten. Acuan hipotesis pada uji ini adalah sebagai berikut:

$H_0 = \text{Common Effect Model (CEM)}$

$H_1 = \text{Random Effect Model (REM)}$

Tabel 4.5
Hasil Uji *Langrange Multiplier*

<i>Test Summary</i>	<i>Cross-section</i>	<i>p-value</i>
<i>Breusch-Pagan</i>	0,004986	0,9437

Sumber: Data diolah hasil output Eviews 9 (Lampiran)

Berdasarkan Tabel 4.5, *p-value* pada *Cross-section* adalah 0,9437, di mana *p-value* lebih besar daripada nilai signifikansi ($\alpha=0,05$), sehingga H_0 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa model yang cocok digunakan adalah *Common Effect Model* (CEM).

4.3.4 Uji Hipotesis

Model regresi terbaik setelah dilakukan pengestimasiian serta pemilihan dalam penelitian ini, yaitu *Common Effect Model* (CEM). Berikut merupakan hasil estimasi regresi data panel menggunakan *Common Effect Model* (CEM):

Tabel 4.6
Hasil Regresi Data Panel

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1_BOARD_SIZE	-2,087155	1,086837	-1,920393	0,0580
X2_MANAGERIAL	0,322554	0,066887	4,822409	0,0000
X3_GOVERNMENT	-0,023281	0,003745	-6,217345	0,0000
X4_LN_SIZE	-0,347158	0,039312	-8,830768	0,0000
X5_DER	1,838698	0,219573	8,373972	0,0000
X6_ROA	0,368767	0,016530	22,30953	0,0000
C	8,310067	2,727984	3,046230	0,0030
R-squared	0,876592			
Prob(F-statistic)	0,000000			

Sumber: Data diolah hasil output Eviews 9 (Lampiran)

Menurut Tabel 4.6 di atas menunjukkan hasil pengujian dengan regresi data panel, maka dari hasil tersebut didapatkan persamaan model sebagai berikut:

$$\begin{aligned} Tobin_{it} = & 8.310067 + (-2.087155)BOARDSize_{it} + 0.322554MANAGERIAL_{it} \\ & + (-0.023281)GOVERNMENT_{it} + (-0.347158)SIZE_{it} \\ & + 1.838698DER_{it} + 0.368767ROA_{it} + \varepsilon_{it} \dots (4.1) \end{aligned}$$

Berdasarkan turunan model persamaan di atas dapat dijelaskan bahwa:

- a. Konstanta sebesar 8.310067, menunjukkan jika *board size*, *managerial*, *government*, *size*, *Debt Equity Ratio*, dan *Return on Asset* bernilai nol, maka Tobin sebesar 8.310067 satuan.
- b. Koefisien *Board size* sebesar -2.087155. artinya jika *Board Size* perusahaan mengalami peningkatan sebesar 1%, maka Tobins-q akan mengalami penurunan sebesar 20,8%, ceteris paribus.
- c. Koefisien *Managerial* sebesar 0.322554, artinya jika *Managerial* perusahaan mengalami peningkatan sebesar 1%, maka Tobins-q akan mengalami peningkatan sebesar 32%, ceteris paribus.
- d. Koefisien *Government* sebesar -0.023281, artinya jika *Government* perusahaan mengalami peningkatan sebesar 1%, maka Tobins-q akan mengalami penurunan sebesar 2%, ceteris paribus.
- e. Koefisien *Size* sebesar -0.347158, artinya jika *Size* perusahaan mengalami peningkatan sebesar 1%, maka Tobins-q akan mengalami penurunan sebesar 34%, ceteris paribus.
- f. Koefisien *Debt Equity Ratio* (DER) sebesar 1.838698, artinya jika *Debt Equity Ratio* (DER) perusahaan mengalami peningkatan sebesar 1%, maka Tobins-q akan mengalami peningkatan sebesar 18,3%, ceteris paribus.
- g. Koefisien *Return on Asset* (ROA) sebesar 0.368767, artinya jika *Return on Asset* (ROA) perusahaan mengalami peningkatan sebesar 1%, maka Tobins-q akan mengalami peningkatan sebesar 36%, ceteris paribus.

4.3.4.1 Uji t-statistik (Parsial)

Berdasarkan Tabel 4.6 diperoleh hasil dari pengujian menggunakan *Common Effect Model* (CEM) dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Variabel independen *Board Size* dengan probabilitas senilai 0,0580, signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$ (0,05), sehingga H1 diterima. Dapat diartikan variabel *Board Size* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (*Tobins-q*).
2. Variabel independen *Managerial* dengan probabilitas senilai 0,0000, signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$ (0,05), sehingga H1 diterima. Dapat diartikan variabel *Managerial* berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (*Tobins-q*).
3. Variabel independen *Government* dengan probabilitas senilai 0,0000, signifikan berada pada tingkat $\alpha = 5\%$ (0,05), sehingga H1 diterima. Dapat diartikan variabel *Government* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (*Tobins-q*).
4. Variabel independen *Size* dengan probabilitas senilai 0,0000, signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$ (0,05), sehingga H1 diterima. Dapat diartikan variabel *Size* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (*Tobins-q*).
5. Variabel independen *Debt Equity Ratio* (DER) dengan probabilitas senilai 0,0000 dimana signifikan berada pada tingkat $\alpha = 5\%$ (0,05) sehingga H1 diterima. Dapat diartikan variabel *Debt Equity Ratio* (DER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (*Tobins-q*).
6. Variabel independen *Return on Asset* (ROA) dengan probabilitas senilai 0,0000 dimana signifikan berada pada tingkat $\alpha = 5\%$ (0,05) sehingga H1 diterima. Dapat diartikan variabel *Return on Asset* (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (*Tobins-q*).

4.3.4.2 Uji F-statistik (Simultan)

Hasil dari estimasi regresi data panel dengan menggunakan uji F telah terpilih *Common Effect Model* (CEM) sebagai model regresi terbaik dalam penelitian ini. Nilai *Prob (F-statistic)* sebesar 0,000000 berarti variabel dependen *Board Size*, *Managerial*, *Government*, *Size*, *DER*, dan *ROA* secara simultan bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, yaitu nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobins-q*.

4.3.4.3 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

R-Squared menurut Tabel 4.6 dapat dilihat menunjukkan nilai 0,876592, berarti 88% variabel independen *Board Size*, *Managerial*, *Government*, *Size*, *DER*, dan *ROA* dapat menjelaskan variabel dependen, yaitu nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobins-q* pada model ini, sedangkan 12% lainnya dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dilakukan pengujian dalam model pengamatan.

4.4 Interpretasi Hasil dan Pembahasan

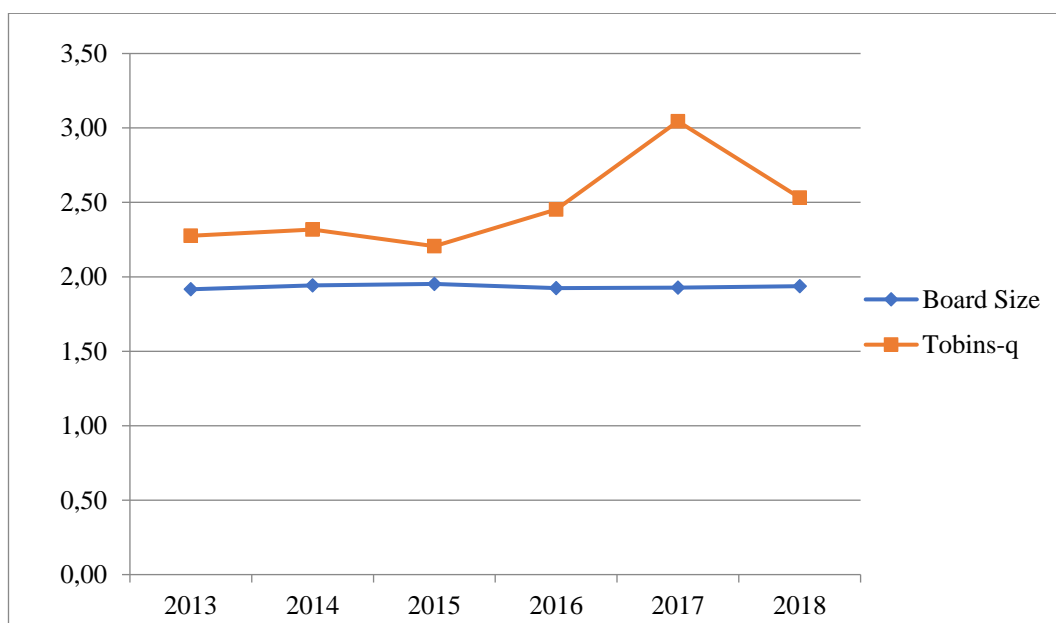
4.4.1 Hubungan antara *Board Size* dengan Nilai Perusahaan

Hasil uji pada Tabel 4.6 menunjukkan bahwa variabel independen *Board Size* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (*Tobins-q*). Hasil ini sejalan dengan penelitian Conyon dan Peck (1998), Atmaja (2008), Aurangzeb (2012), dan Elvin dan Hamid (2016). Namun, berbeda dengan hasil penelitian dari Eisenberg, Sundgren dan Wells (1998), Yermack (1996), dan Kalsie dan Shrivastav (2016).

Menurut Aurangzeb (2012), hasil regresi menunjukkan bahwa *board size* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja pasar saham di negara-negara Asia Selatan dikarenakan jumlah dewan direksi yang besar justru menurunkan nilai perusahaan, sehingga disarankan melakukan seleksi ketat atau evaluasi terhadap jumlah dewan direksi dalam perusahaan. Penelitian ini sejalan dengan Elvin dan Hamid (2016) yang menyatakan pengefisienan jumlah dewan direksi akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Atmaja (2008) berpendapat sedikitnya jumlah dewan direksi akan menyebabkan peningkatan nilai perusahaan

dikarenakan mudahnya mencapai keputusan bersama, dan semakin besar ukurannya hanya akan menyebabkan terjadinya perbedaan pendapat dan kepentingan diantaranya.

Sementara itu terdapat hasil yang berbeda pada pengujian di perusahaan Eropa dan Australia oleh Eisenberg, Sundgren dan Wells (1998), Yermack (1996), yang menemukan bahwa *board size* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dikarenakan kekuatan perusahaan tidak tercermin dari banyaknya jumlah dewan direksi.



Sumber : Data diolah

Gambar 4.1

Rata-Rata *Board Size* dan *Tobins-q*

Grafik di atas menunjukkan pengaruh negatif signifikan antara *board size* dengan nilai perusahaan yang diproksikan dengan *tobins-q*. Ketika terjadi penurunan jumlah rata-rata pada ukuran dewan direksi, maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini terjadi pada hampir semua perusahaan pasar modal syariah yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index (JII)* tahun 2013-2018. Nilai perusahaan mengalami perubahan yang cukup fluktuatif, namun tidak dengan *Board Size* yang cenderung stabil. Kenaikan ukuran dewan direksi yang sedikit mampu menyebabkan turunnya nilai perusahaan pada angka yang besar seperti

yang terjadi pada PT. Unilever Indonesia Tbk dan PT. Wijaya Karya (Persero) Tbk.

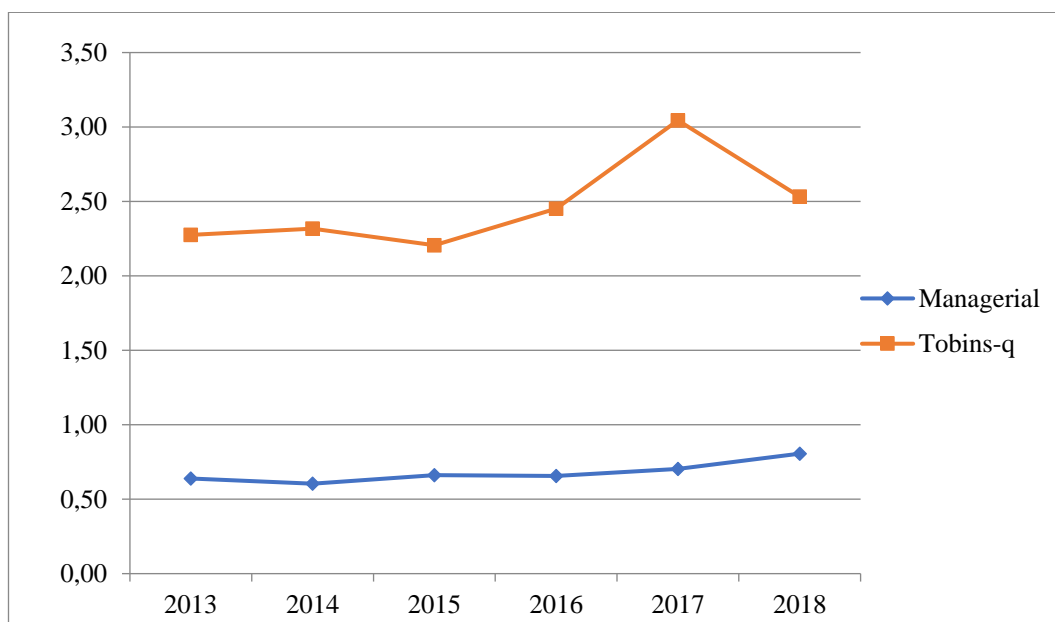
4.4.2 Hubungan antara Kepemilikan Manajerial dengan Nilai Perusahaan

Hasil uji pada Tabel 4.6 menunjukkan variabel independen kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (*Tobins-q*). Hal ini disebabkan karena pihak manajerial yang menanamkan saham ikut berupaya mencapai tujuan perusahaan hal ini sejalan dengan *the contracting theory approach*, dimana adanya optimalisasi kepemilikan oleh manajerial dalam perusahaan akan mengatasi *agency problem* (Zeitun dan Tian, 2008). Penelitian ini juga sejalan dengan Munisi, Hermes dan Randoy (2014), Budiarti dan Sulistyowati (2014), serta Budianto dan Payamta (2014). Sementara itu terdapat hasil yang berbeda pada penelitian oleh Demsetz dan Villalonga (2001) serta (Sukirni, 2012).

Menurut Munisi, Hermes dan Randoy (2014), presentase jumlah kepemilikan lembar saham oleh pihak manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan karena mencerminkan kesetaraan atas rasa memiliki yang sama dan sebisa mungkin menyeimbangkan tujuan pencapaian antara pihak manajemen dan pemegang saham yang lain. Manajer yang ikut menjadi pemegang saham diakibatkan oleh penanaman atas modal yang diberikannya, secara otomatis dapat melakukan tindakan yang akan mendukung kepentingan pemegang saham karena adanya kesamaan rasa memiliki yang timbul diantara keduanya sehingga akan mendorong maksimalisasi nilai perusahaan. Hasil yang sama juga didukung oleh penelitian Budiarti dan Sulistyowati (2014) dan Budianto dan Payamta (2014).

Namun, hasil berbeda ditunjukkan oleh beberapa penelitian sebelumnya oleh Demsetz dan Villalonga (2001) yang menyatakan tidak menemukan adanya hubungan signifikan antara kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan yang diprosikan dengan *Tobin's q*. Kepemilikan saham oleh manajerial akan berpotensi menimbulkan aktifitas yang bersifat oportunistik oleh pihak manajemen karena merasa memiliki *bargaining power* yang tinggi, sehingga

menciptakan sinyal negatif bagi investor lainnya dan menyebabkan penurunan nilai perusahaan (Sukirni, 2012).



Gambar 4.2

Rata-Rata Kepemilikan Manajerial dan *Tobins-q*

Berdasarkan Gambar 4.2 terlihat hubungan positif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dan *Tobins-q*. Pada tahun 2018 dapat dilihat ketika rata-rata kepemilikan manajerial meningkat, maka *Tobins-q* mengalami penurunan. Hal ini dapat diartikan bahwa perusahaan dengan presentase kepemilikan yang kecil cenderung meningkatkan nilai perusahaan.

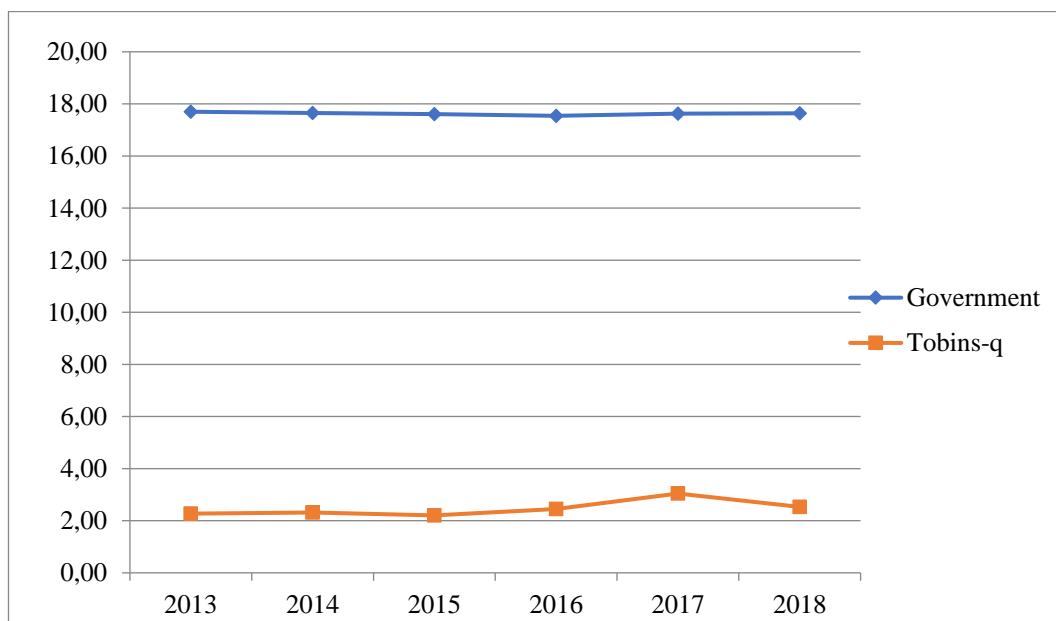
4.4.3 Hubungan antara Kepemilikan Institusional dengan Nilai Perusahaan

Hasil uji pada Tabel 4.6 menunjukkan variabel independen kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (*Tobins-q*). Hasil ini didukung oleh Sujoko (2017), dimana kepemilikan lembar saham oleh pihak institusional memiliki pengaruh signifikan negatif karena tindakan pengawasan berubah menjadi negatif saat kepemilikan saham investor institusional memiliki peran yang besar. Perusahaan milik negara (persero) umumnya memiliki presentase mayoritas kepemilikan dipegang oleh institusi atau pemerintah, yang mana akan menyebabkan besarnya hak suara yang

dapat digunakan saat mengambil keputusan-keputusan penting, sehingga pengambilan keputusan dikhawatirkan akan bersifat bias dan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan terabaikan. Hal tersebut merupakan indikator yang menyebabkan menurunnya nilai perusahaan.

Penelitian ini memiliki hasil yang sama dengan Thomsen dan Pedersen (2000), Munisi, Hermes dan Randoy (2014), Budiarti dan Sulistyowati (2014), dan Haryono dkk., (2017). Thomsen dan Pedersen (2000) telah meneliti seratus perusahaan non-keuangan terbesar di negara-negara Eropa dengan presentase kepemilikan institusional yang lebih besar daripada kepemilikan publik maupun manajerial. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan yang didominasi oleh institusi berdampak negatif terhadap nilai perusahaan disebabkan banyaknya hak suara (*voting*) yang dimiliki investor institusional. Hal ini mendorong perusahaan untuk membuat keputusan yang dapat mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas lainnya. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar cenderung berpihak kepada publik, sehingga mengabaikan tujuan perusahaan dalam memaksimalkan nilai perusahaan. (Haryono dkk., 2017).

Begitu pula dengan penelitian yang dilakukan oleh Budiarti dan Sulistyowati (2014) yang menyatakan hasil negatif signifikan disebabkan keinginan pemegang saham seringkali memiliki kepentingan yang tidak sejalan dengan kepentingan publik, sehingga akan mengakibatkan kurangnya kontrol terhadap pihak manajer sebagai pengelola perusahaan dan dapat mempengaruhi kondisi nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil berbeda didapatkan berdasarkan penelitian oleh Haryono dkk.,(2017) yang menyatakan hasil positif signifikan, dimana perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar cenderung memiliki daya kontrol dan monitor yang dominan terhadap manajemen dan berpihak pada publik, sehingga akan menaikkan nilai perusahaan.



Gambar 4.3

Rata-Rata Kepemilikan Institusional dan *Tobins-q*

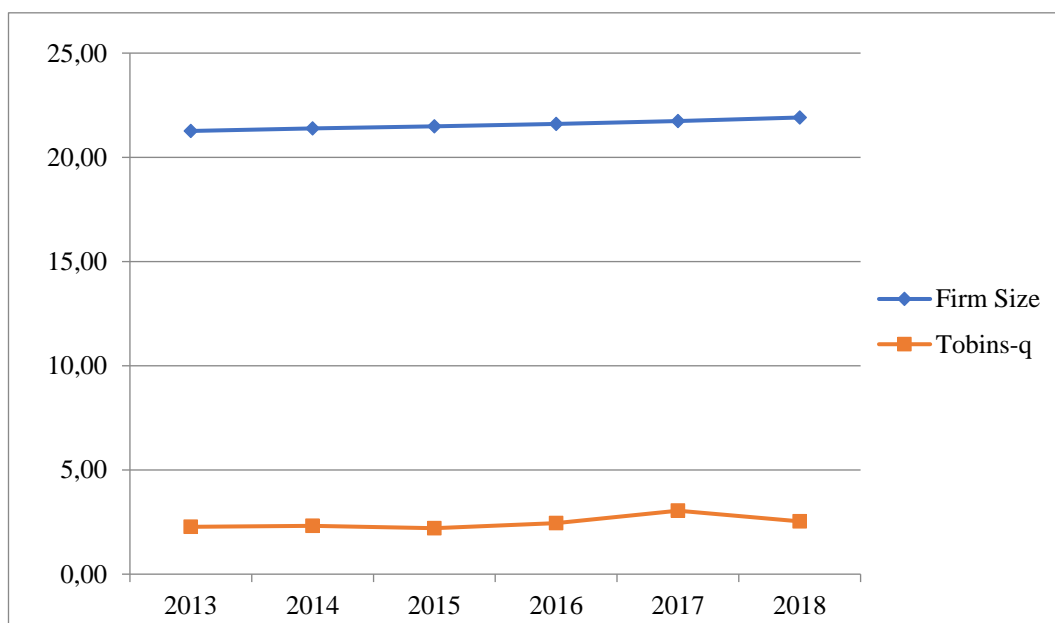
Grafik diatas menjelaskan bahwa bertambahnya rata - rata kepemilikan institusional akan menurunkan nilai perusahaan. Sehingga dapat dinyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan *Tobins-q* pada perusahaan yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Index (JII)* tahun 2013 – 2018.

4.4.4 Hubungan antara *Firm Size* dengan Nilai Perusahaan

Hasil uji pada Tabel 4.6 menunjukkan variabel independen *Firm Size* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (*Tobins-q*). *Firm size* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghadapi risiko yang ada kedepannya dan perusahaan skala besar biasanya memerlukan banyak sumber daya sebagai sarana pendorong adanya peningkatan nilai perusahaan (Handayani dkk., 2019).

Hasil penelitian sejalan dengan Sukoco (2013) dan Ta'dir dkk., (2014). Semakin besar perusahaan tentunya mudah dikenal citranya di kalangan masyarakat atau publik, sehingga seharusnya dapat dengan mudah mencetak pertumbuhan yang tinggi dan akan mempengaruhi nilai maupun skala perusahaan

dengan kemungkinan untuk mendapatkan keuntungan dari tren positifnya, namun kondisi ini bukan merupakan faktor utama yang membuat pekerjaan mencari investor untuk perusahaan jauh lebih mudah. Investor lebih tertarik pada *track record* laporan keuangan perusahaan dalam menentukan keputusannya berinvestasi. Jadi, dengan kata lain besarnya ukuran perusahaan tidak menjamin meningkatnya nilai perusahaan.



Gambar 4.4

Rata-Rata *Firm Size* dan *Tobins-q*

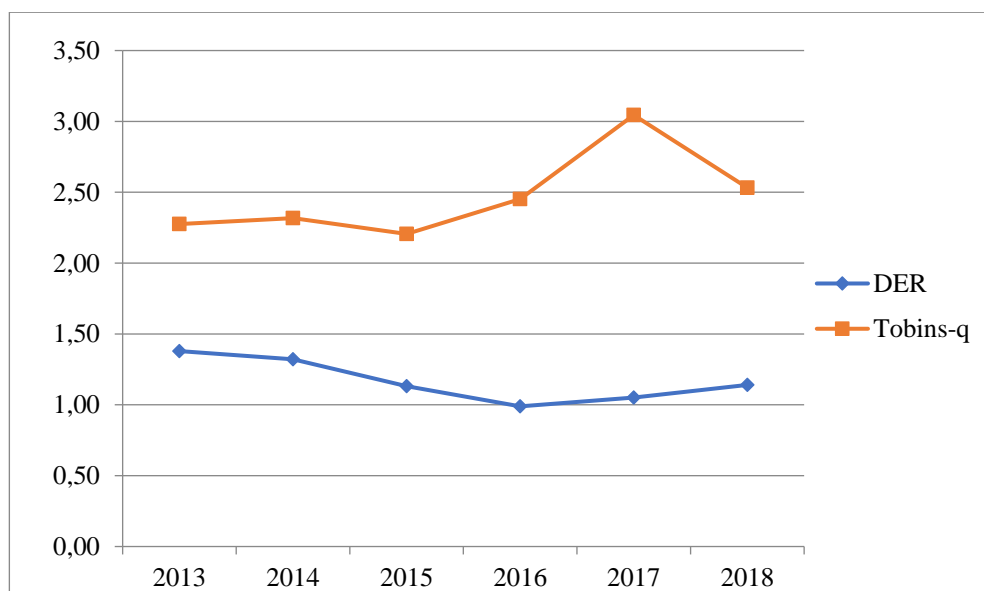
Berdasarkan Gambar 4.4 hasil negatif signifikan ditunjukkan dengan rata-rata *firm size* pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Indeks* (JII) pada periode 2013-2018, trennya bergerak naik dengan kata lain perusahaan berupaya memperbesar ukuran perusahaannya. Namun, hasil rata-rata nilai perusahaan tidak bergerak secara positif dikarenakan dapat dilihat trennya bergerak secara fluktuatif.

4.4.5 Hubungan antara *Debt to Equity Ratio* dengan Nilai Perusahaan

Hasil uji pada Tabel 4.6 menunjukkan variabel independen *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh positif signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (*Tobins-q*). Hal tersebut mengindikasikan pentingnya DER dalam upaya menjaga *firm value*. Karena DER mencerminkan rasio pengelolaan

terhadap modal yang menjadikannya sebagai tolak ukur apakah perusahaan mampu membiayai kegiatan operasionalnya dengan melihat asal dari jumlah modal yang dimiliki, dinyatakan bahwa semakin besar total hutang yang berasal dari pinjaman bukan dari pinjaman modal pemegang saham sendiri menyebabkan perusahaan berpotensi kecil membayar kewajibannya karena keuntungan perusahaan akan tergerus pada pembayaran bunga dengan adanya hutang (Rahma, 2014).

Hasil yang sama juga dikemukakan oleh Retno dkk., (2019), dimana gambaran mengenai tingkat risiko yang tak terselesaikan atas pembengkakan beban hutang yang dimiliki perusahaan akan dapat terlihat dari *Debt to Equity Ratio* (DER). Karena tingginya DER menandakan kemampuan pemegang saham dalam mendanai atau dapat menyelesaikan kewajiban jangka panjangnya. Namun, buruknya perusahaan dengan besaran hutang yang tinggi adalah rentan gagal dalam proses pengembalian biaya hutangnya, dan hal tersebut sangat mempengaruhi minat investor untuk berinvestasi. Hasil tersebut didukung oleh penelitian Lin dan Fu (2017).



Gambar 4.5

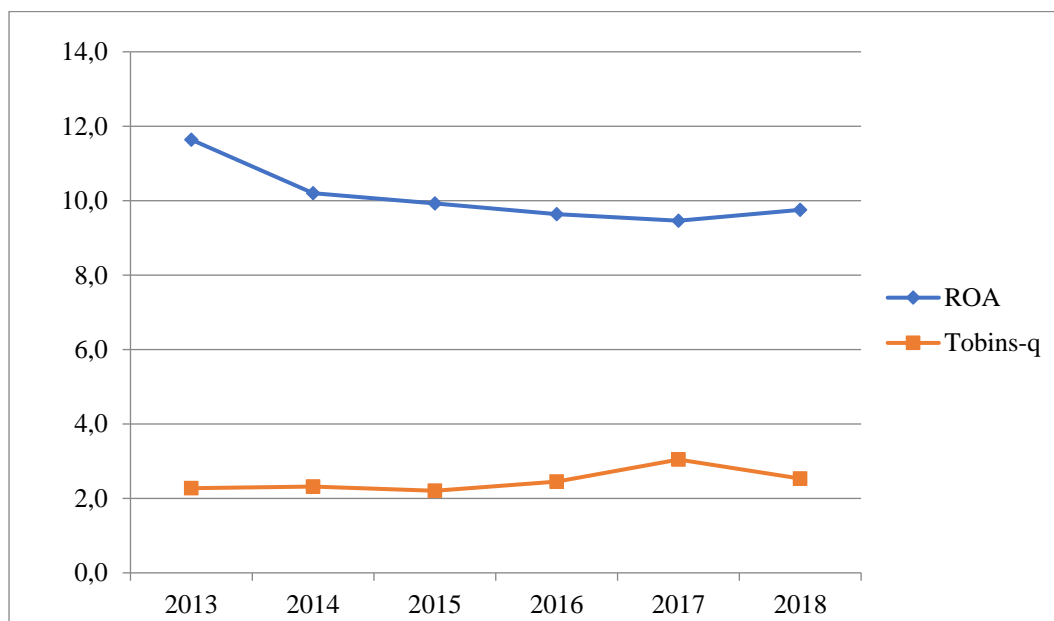
Rata-Rata DER dan *Tobins-q*

Grafik rata – rata variabel pada penelitian ini memiliki hasil yang searah dengan penelitian Rahma (2014), Retno dkk., (2019), serta Lin dan Fu (2017). Dapat dilihat fluktuasi pada DER sangat berdampak pada nilai perusahaan, dimana tingkat DER yang tinggi akan menurunkan nilai perusahaan pada tahun 2013-2018. Sedangkan nilai perusahaan akan cenderung naik saat tingkat DER rendah seperti ditunjukkan dalam grafik pada tahun 2015-2017. Hal ini dapat disimpulkan bahwa DER berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dimana pendanaan dari modal sendiri (pinjaman dari pemegang saham) dalam jumlah besar daripada pendanaan yang didapatkan melalui hutang dapat secara signifikan meningkatkan nilai perusahaan. Keputusan yang diambil pada prosedur pendanaan biasanya dilakukan oleh pihak manajemen guna meningkatkan kinerja perusahaan melalui tambahan modal karena hal ini berkaitan dengan penentuan asal sumber modal dan strategi pengelolaan modal tersebut. Maka terkait masalah ini manajemen perusahaan dapat meningkatkan kinerja perusahaan melalui tambahan modal yang dikelola secara efektif.

4.4.6 Hubungan antara *Return on Asset* dengan Nilai Perusahaan

Hasil uji pada Tabel 4.6 menunjukkan variabel independen *Return on Asset* (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan (*Tobins-q*). Hal ini menggambarkan bahwa perusahaan dengan tingkat ROA yang rendah mencerminkan kinerja keuangan yang baik karena tingkat *earning power* dari aset perusahaan membantu meningkatkan *firm value* (Ardana, 2018).

Hassan dan Marimuthu (2018) juga menyatakan ROA berpengaruh terhadap nilai perusahaan. ROA secara langsung berkaitan dengan efisiensi manajemen. Rendahnya rasio ROA, akan memberi manfaat kepada pemegang saham. Namun, jika sebaliknya akan menghasilkan *firm value* yang lebih rendah pula. Oleh karena itu, ROA dianggap sebagai alat ukur yang kuat guna memantau kinerja perusahaan demi meningkatkan nilai perusahaan.



Gambar 4.6

Rata-Rata ROA dan *Tobins-q*

Berdasarkan grafik di atas, dapat terlihat bahwa pada saat rata-rata ROA naik nilai perusahaan akan bergerak turun, begitu pula sebaliknya saat tingkat rata-rata ROA turun, maka nilai perusahaan akan meningkat. Perusahaan dianjurkan untuk menjaga kestabilan tingkat ROA, karena sangat mempengaruhi nilai perusahaan.

Oleh karena itu, sebagaimana diatur dalam Islam bahwasanya manusia dianjurkan bertanggungjawab atas segala sesuatu yang dilakukan untuk mencegah keburukan seperti pada saat melakukan seleksi dewan direksi, mengatur struktur kepemilikan perusahaan, serta upaya mengelola tingkat rasio pendanaan maupun profitabilitas perusahaan.

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ
 ۱۸ وَلَا تَكُونُوا كَالَّذِينَ نَسُوا اللَّهَ فَأَنْسَاهُمْ أَنْفُسَهُمْ أُولَٰئِكَ هُمُ الْفٰسِقُونَ ۱۹

Yā ayyuhallazīna āmanuttaqullāha waltanzur nafsum mā qaddamat ligad, wattaqullāh, innallāha khabīrum bimā ta'malun. Walaa takuunuu kaal-ladziina nasuullaha fa-ansaahum anfusahum uula-ika humul faasiquun(a)

Artinya : Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada

Allah, sesungguhnya Allah Maha Mengetahui apa yang kamu kerjakan. Dan janganlah kamu seperti orang-orang yang lupa kepada Allah, lalu Allah menjadikan mereka lupa kepada mereka sendiri. Mereka itulah orang-orang yang fasik. (Q.S Al-Hasyr : 18-19)

Ayat di atas memerintakan manusia untuk senantiasa berhati-hati terhadap apa yang dikerjakannya termasuk saat bekerja bagi suatu perusahaan. Karena pada hakikatnya setiap pekerjaan merupakan amanah yang dititipkan sehingga wajib bersungguh-sungguh dalam menjalankannya.