



Analisis Institutional Ownership, Independent Commisioner dan Dividend Policy Pada Nilai Perusahaan Sebagai Strategi Investasi Saham Perusahaan Startup di Indonesia

Heni Safitri^{a,*}, Fita Kurniasari^a

^a Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Pontianak, Indonesia

ARTIKEL INFO

Keywords:
Ownership Retention;
Independent Commissioner;
Dividend Policy;
Nilai Perusahaan;
Strategi Investasi.

ABSTRAK

Tujuan dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *ownership retention*, *independent commissioner*, dan *dividend policy* pada nilai perusahaan sebagai strategi dalam pengambilan keputusan investasi pada perusahaan *startup* di Bursa Efek Indonesia. Sampel dalam penelitian ini yaitu 70 perusahaan *startup* di Indonesia yang *listing* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2017-2018. Metode analisis data yang digunakan adalah Pemodelan Persamaan Struktural (SEM) dengan Pendekatan WarpPLS. Sebelum dilakukan interpretasi terhadap hasil pengujian hipotesis, maka model seharusnya memiliki *Goodness of Fit*. Hasil dari *Model Fit* dan *Quality Indices* dapat dilihat bahwa data yang digunakan dalam penelitian memiliki kriteria yang baik dan *acceptable*. Dalam melakukan investasi pada perusahaan *Startup* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, strategi investasi yang dapat digunakan oleh investor maupun calon investor yaitu dengan melihat nilai *Ownership Retention* sebagai acuan dalam menentukan nilai perusahaan. Selain itu, investor juga dapat melihat nilai *Ownership Retention*, *Intellectual Commissioner* dan *Dividend Policy* yang tinggi karena nilai yang tinggi akan menghasilkan nilai *Earning per Share* yang tinggi pula.

1. Pendahuluan

Pasar saham Indonesia mencatatkan kinerja gemilang sepanjang 2017. Tercatat pertumbuhan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mencapai 19,99%. Berdasarkan hasil penelitian dari Divisi Riset BEI per 29 Desember 2017, keuntungan yang diberikan dari investasi saham lebih besar dari investasi lainnya seperti investasi emas, tabungan, deposito, dll. Adapun perbandingan tingkat persentase keuntungan dari investasi saham dengan investasi lainnya dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 1: Persentase Keuntungan

No	Jenis Investasi	Persentase Keuntungan
1	Tabungan	2,53%
2	Deposito	7,36%
3	Emas	7,30%
4	Obligasi	8,96%
5	Saham	13,13%

*Corresponding author.

E-mail addresses: heni.safitri@unmuhpnk.ac.id (H. Safitri)

<https://doi.org/10.29406/jmm.v15i2.1739>
 2407-5310/Jurnal Manajemen Motivasi 2019

Selain memberikan tingkat keuntungan yang menjanjikan, investasi dalam saham juga memiliki risiko yang cukup besar atau “*high risk high return*”. Seorang investor pemula pada umumnya cenderung takut untuk mengambil risiko. Takut sahamnya anjlok dan mengalami kerugian karena fluktuasi harga di pasar modal tidak bisa dihindari [2]. Oleh karena itu, banyak investor pemula yang lebih menyenangi investasi saham dengan harga yang murah. Saham-saham dengan harga yang murah pada umumnya dimiliki oleh perusahaan-perusahaan yang baru *listing* atau perusahaan-perusahaan *startup*.

Berdasarkan data dari Bursa Efek Indonesia terdapat 70 perusahaan yang IPO (*Initial Public Offering*) pada tahun 2017 dan 2018. Perusahaan yang baru IPO ini dapat dikategorikan sebagai perusahaan *startup*. Adapun kisaran harga saham untuk 70 perusahaan *startup* dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Tabel 2: Harga Saham Perusahaan *Startup*

Kisaran Harga Saham (Rp)	Jumlah Perusahaan
100 - 499	50 Perusahaan
500 - 999	9 Perusahaan
1.000 - 1.499	4 Perusahaan
1.500 - 1.999	7 Perusahaan

Sumber: [3]

Apapun informasi yang terjadi dari kondisi saham suatu perusahaan adalah selalu memberi efek bagi keputusan investor sebagai pihak yang menangkap sinyal tersebut. Konsep *Signaling Theory* di sini menjadi sangat berperan. Menurut Miller dan Whiting (2005) *Signaling Theory* mengindikasikan bahwa perusahaan akan berusaha untuk menunjukkan sinyal berupa informasi positif kepada investor potensial melalui pengungkapan dalam laporan keuangan [4].

Signaling Theory dapat diukur dengan menggunakan *ownership retention* (retensi kepemilikan) [5]. Struktur kepemilikan juga merupakan informasi berupa sinyal positif yang dapat menarik minat calon investor. Struktur kepemilikan dapat dilihat melalui *independent commissioner* (komisaris independen) [5]. *Dividend policy* (kebijakan dividen) merupakan salah satu aspek penting dalam tujuan memaksimalkan nilai perusahaan dan merupakan informasi yang menarik terutama bagi calon investor. Sinyal positif yang diberikan perusahaan akan memicu investor untuk memberikan penilaian terhadap perusahaan tersebut. Hal ini dapat dijadikan strategi bagi investor pemula dalam pengambilan keputusan investasi saham pada perusahaan-perusahaan *startup* di Indonesia.

2. Tinjauan Pustaka

A. *Signaling Theory*

Apapun informasi yang terjadi dari kondisi suatu perusahaan adalah selalu memberi efek bagi keputusan investor sebagai pihak yang menangkap sinyal tersebut. Konsep *signaling theory* disini menjadi sangat berperan. Adapun pengertian *signaling theory* adalah teori yang membahas tentang naik turunnya harga di pasar, sehingga akan memberi pengaruh pada keputusan investor [6].

Signaling theory mengindikasikan bahwa perusahaan akan berusaha untuk menunjukkan sinyal berupa informasi positif kepada investor potensial melalui pengungkapan dalam laporan keuangan (Miller dan Whiting, 2005). Leland dan Pyle (1977) menyatakan bahwa sinyal adalah tindakan yang dilakukan oleh pemilik lama dalam mengkomunikasikan informasi yang dimilikinya kepada investor. Pemilik lama memiliki motivasi untuk mengungkapkan informasi privat secara sukarela karena mereka berharap informasi tersebut dapat diinterpretasikan sebagai sinyal positif mengenai kinerja perusahaan dan mampu mengurangi asimetri informasi [4].

B. Struktur Kepemilikan Perusahaan

Dalam konteks teori agensi, para manajer merupakan agen yang mengelola kegiatan bisnis organisasi atas nama pemilik perusahaan. Dari perspektif ilmu ekonomi (*economics*) yang rasional, para pemilik menginginkan para agen (manajemen perusahaan) selalu mengikuti dan mencapai sasaran (*goal*) dengan strategi yang tepat yang semua ini akan konsisten dengan kepentingan para pemilik (Jensen dan Meckling, 1976). Sasaran yang akan dicapai ini seringkali diblokkan oleh para agen sehingga sasaran ini hanya merupakan kepentingan para agen ini sendiri. Akibatnya adalah kinerja perusahaan bisa menjadi lebih rendah dari kinerja seharusnya, karena adanya ketidaksesuaian antara sasaran yang diharapkan para pemilik dengan sasaran yang menjadi kepentingan para agen atau manajer. Alat utama yang tersirat dalam teori agensi untuk menselaraskan dua kepentingan yang berbeda ini adalah dengan memberikan kesempatan kepada para manajer untuk menjadi pemilik [7].

Struktur kepemilikan (*ownership structure*) adalah struktur kepemilikan saham, yaitu perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (*insiders*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor. Atau dengan kata lain struktur kepemilikan saham adalah proporsi kepemilikan institusional dan kepemilikan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan. Dalam menjalankan kegiatannya, suatu perusahaan diwakili oleh direksi (agents) yang ditunjuk oleh pemegang saham (principals) (Sugiarto, 2009:59). Struktur kepemilikan saham mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena adanya kontrol yang dimiliki oleh para pemegang saham [8].

C. *Ownership Retention* (Retensi Kepemilikan)

Ownership retention didefinisikan sebagai proporsi jumlah saham yang masih ditahan oleh pemegang saham lama (pemilik perusahaan yang menghantarkan perusahaan *go public*) setelah listing di Bursa Efek. *Ownership Retention* dapat diukur dengan menggunakan persentase antara penyertaan saham pemilik lama dengan jumlah saham yang ditempatkan dan disetor penuh setelah *Initial Public Offering* (IPO) [7]. Perusahaan yang *ownership retention* nya tinggi ketika melakukan IPO, dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut memiliki kualitas yang baik. Courteau (1995) mengembangkan model Leland dan Pyle (1977) dengan menambahkan sinyal tambahan pada variabel *ownership retention* sebagai sinyal nilai perusahaan, yaitu komitmen pemilik lama mengenai lamanya (jangka waktu) periode menahan kepemilikan. Strategi signifikan berupa *ownership retention* yang ditambah dengan komitmen untuk menahan periode kepemilikan menjadi mekanisme sinyal yang semakin meyakinkan investor mengenai kualitas IPO [5].

D. *Independent Commissioner* (Komisaris Independen)

Independent Commissioner adalah anggota dewan komisaris yang tidak memiliki hubungan keuangan, kepengurusan, kepemilikan saham dan pemegang saham pengendali atau hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen. Keberadaan komisaris independen yang memiliki fungsi pengawasan ini sangat berperan guna mewujudkan good corporate governance [5].

Komisaris independen dan dewan direksi memiliki peran penting dalam mekanisme tata kelola perusahaan yaitu untuk menentukan kebijakan yang akan dijalankan perusahaan serta perlindungan terhadap pihak investor dalam jangka pendek ataupun jangka panjang [8].

E. *Dividend Policy* (Kebijakan Dividen)

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan struktur modal dan keputusan pendanaan perusahaan. *Dividend Policy* (kebijakan dividen) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna membiayai investasi di masa yang akan datang. Dengan kata lain kebijakan dividen merupakan suatu keputusan pihak manajemen yang menentukan apakah membayar return (perolehan) kepada pemegang saham atau mempertahankan return tersebut untuk diinvestasikan kembali di dalam perusahaan [9]. Seperti halnya keputusan manajemen keuangan lainnya, kebijakan dividen juga memiliki dua aspek, yakni aspek teoritis dan aspek manajerial. Dalam hal ini kebijakan dividen memiliki hubungan dengan tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan [10].

Kebijakan terhadap pembayaran dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam suatu perusahaan. Kebijakan ini akan melibatkan dua pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda, yaitu pihak pertama para pemegang saham dan pihak kedua perusahaan itu sendiri. Jika manajemen meningkatkan porsi laba perlembar saham yang dibayarkan sebagai dividen, maka mereka dapat meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, hal ini menyarankan bahwa keputusan dividen yaitu jumlah dividen yang dibayarkan merupakan suatu hal yang sangat penting [11].

F. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dapat diukur melalui nilai harga saham di pasar, berdasarkan terbentuknya harga saham perusahaan di pasar yang merupakan refleksi penilaian oleh publik terhadap kinerja perusahaan secara riil. Nilai perusahaan merupakan variabel terukur yang dapat dinilai dengan menggunakan beberapa indikator yaitu *Price Earning Ratio* (PER), *Earning Per Share* (EPS), *Price to Book Value* (PBV), *Return Saham*, *Harga Saham (Price)*, *Expected Return*, dan *Abnormal Return* [12].

Nilai perusahaan dalam penelitian ini dapat didefinisikan sebagai nilai pasar perusahaan. Nilai perusahaan dapat memberi kemakmuran pemegang saham apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka semakin tinggi pula kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan tercermin dari harga yang dibayar investor atas sahamnya di pasar [13].

G. Keputusan Investasi

Keputusan investasi berkaitan dengan keputusan alokasi dana. Alokasi dana yang optimal diharapkan meningkatkan tingkat keuntungan sambil menjaga tingkat risiko atau menurunkan risiko sambil menjaga tingkat keuntungan. Idealnya investasi yang dilakukan adalah investasi dengan tingkat keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko yang rendah. Tetapi biasanya ada *trade off* antara keduanya. Tingkat keuntungan yang tinggi biasanya diikuti oleh risiko yang semakin tinggi juga [14]. Keputusan investasi merupakan keseluruhan proses perencanaan dan pengambilan keputusan dalam berbagai bentuk investasi yang jangka waktu kembalinya modal lebih dari satu tahun. Fama (1978) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi [15].

3. Metode Penelitian

A. Lokasi Penelitian

Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia dengan objek penelitian yaitu perusahaan-perusahaan startup yang listing di Bursa Efek Indonesia.

B. Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas: obyek/subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya [16]. Jumlah perusahaan *startup* yang *listing* di Bursa Efek Indonesia tahun 2017-2018 ditunjukkan pada tabel berikut ini.

Tabel 3: Jumlah Perusahaan

No	Tahun IPO	Jumlah Perusahaan
1	2017	37 Perusahaan
2	2018	33 Perusahaan
Total		70 Perusahaan

Populasi dalam penelitian ini berjumlah 70 perusahaan *startup* yang *listing* pada tahun 2017-2018. Adapun teknik *sampling* yang digunakan adalah *sampling* jenuh. *Sampling* jenuh adalah teknik penentuan sampel bila semua anggota populasi digunakan sebagai sampel. Jadi sampel dalam penelitian ini sama dengan jumlah populasi yaitu 70 perusahaan [17].

C. Variabel Penelitian

Variabel independen adalah *ownership retention* (X_1); *independent commissioner* (X_2); *dividend policy* (X_3); dan variabel *intervening* adalah *Earning Per Share* (Y_1); serta variabel dependen adalah *Price to Book Value* (Y_2).

D. Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan adalah Pemodelan Persamaan Struktural (SEM) dengan Pendekatan WarpPLS. Sebelum dilakukan interpretasi terhadap hasil pengujian hipotesis, maka model seharusnya memiliki *Goodness of Fit* yang baik. *Goodness of Fit* yang di maksud adalah merupakan indeks dan ukuran kebaikan hubungan antar variabel laten (inner model) terkait juga dengan asumsi-asumsinya [18]. *Goodness of Fit* Model pada analisis WarpPLS dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 4: Model Fit and Quality Indices

No	Model fit and quality indices	Kriteria fit
1	Average path coefficient (APC)	$p < 0,05$
2	Average R-squared (ARS)	$p < 0,05$
3	Average adjusted R-squared (AARS)	$p < 0,05$
4	Average block VIF (AVIF)	Acceptable if ≤ 5 , ideally $\leq 3,3$
5	Average full collinearity VIF (AFVIF)	Acceptable if ≤ 5 , ideally $\leq 3,3$
6	Tenanhaus GoF (GoF)	Small $\geq 0,1$, medium $\geq 0,25$, large $\geq 0,36$
7	Sympson's paradox ratio (SPR)	Acceptable if $\geq 0,7$, ideally = 1
8	R-squared contribution ratio (RSCR)	Acceptable if $\geq 0,9$, ideally = 1
9	Statistical suppression ratio (SSR)	Acceptable if $\geq 0,7$, ideally = 1
10	Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)	Acceptable if $\geq 0,7$, ideally = 1

Sumber: [18]

Bilamana terdapat satu atau dua indikator dari hasil *Model Fit and Quality Indices* tentunya model tersebut masih bisa digunakan dalam suatu penelitian.

E. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kajian teori, empiris dan latar belakang penelitian, maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

H_1 : *Ownership retention* (X_1), *independent commissioner* (X_2), *dividend policy* (X_3), berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Earning Per Share*.

H_2 : *Ownership retention* (X_1), *independent commissioner* (X_2), *dividend policy* (X_3), berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Price to Book Value*.

H_3 : *Earning Per Share* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Price to Book Value*.

4. Hasil dan Pembahasan

A. Model Fit dan Quality Indices

Adapun hasil dari *Goodness of Fit* Model pada analisis WarpPLS dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 5: Hasil Model Fit dan Quality Indices

No	Model Fit and Quality Indices	Kriteria Fit	Hasil Analisis	Keterangan
1.	Average path coefficient (APC)	$p < 0,05$	$p = 0,028$	Baik
2.	Average R-squared (ARS)	$p < 0,05$	$p = 0,017$	Baik
3.	Average adjusted R-squared (AARS)	$p < 0,05$	$p = 0,037$	Baik
4.	Average block VIF (AVIF)	Acceptable if ≤ 5 , ideally $\leq 3,3$	1,108	Ideal
5.	Average full collinearity VIF (AFVIF)	Acceptable if ≤ 5 , ideally $\leq 3,3$	1,102	Ideal

6.	Tenanhau GoF (GoF)	Small $\geq 0,1$, medium $\geq 0,25$, large $\geq 0,36$	0,455	Large (Ideal)
7.	Sympson's paradox ratio (SPR)	Acceptable if $\geq 0,7$, ideally = 1	0,857	Acceptable
8.	R-squared contribution ratio (RSCR)	Acceptable if $\geq 0,9$, ideally = 1	0,984	Acceptable
9.	Statistical suppression ratio (SSR)	Acceptable if $\geq 0,7$, ideally = 1	1,000	Acceptable
10.	Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)	Acceptable if $\geq 0,7$, ideally = 1	0,857	Acceptable

Berdasarkan hasil dari *Model Fit* dan *Quality Indices* dapat dilihat bahwa data yang digunakan dalam penelitian memiliki kriteria yang baik dan *acceptable*. Hal ini menunjukkan bahwa data yang digunakan layak untuk dilakukan pengujian selanjutnya yaitu pengujian hipotesis.

B. Hasil *Path Coefficients and p-values*

Output ini menyajikan hasil penduga/kofisien jalur (*path coefficient*) dan *p-values*. Kolom menunjukkan variabel laten prediktor dan baris menunjukkan variabel laten respon/terikat. Adapun hasil pengujian adalah sebagai berikut:

Tabel 6: *Output Path Coefficient and p-values*

Path Coefficients

	X1OR	X2IC	X3DP	Y1EPS	Y2PBV
X1OR					
X2IC					
X3DP					
Y1EPS	0,170	0,290	0,198		
Y2PBV	-0,484	0,059	-0,025	-0,043	

P Values

	X1OR	X2IC	X3DP	Y1EPS	Y2PBV
X1OR					
X2IC					
X3DP					
Y1EPS	0,069	0,005	0,041		
Y2PBV	<0,001	0,309	0,416	0,357	

Berdasarkan hasil pengolahan data dapat dilihat bahwa koefisien jalur pengaruh variabel prediktor terhadap variabel respon memiliki nilai yang positif dan negatif dengan hanya variabel X1OR dan Y2PBV yang memiliki pengaruh yang sangat signifikan yaitu dengan nilai *p-value* < 0,001 dan koefisien jalur sebesar -0,484.

C. Hasil *Laten Variable Coefficients*

Adapun hasil dari *Laten Variabel Coefficients* dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 7: *Output Laten Variable Coefficients*

	X1OR	X2IC	X3DP	Y1EPS	Y2PBV
R-squared				0,168	0,247
Full collin. VIF	1,142	1,072	1,094	1,090	1,112

R-squared menunjukkan berapa proporsi variabel respon yang dapat dijelaskan oleh variabel prediktor. Berdasarkan hasil pengujian nilai *R-squared* dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Nilai *R-squared* untuk variabel Y1EPS sebesar 0,168 yang memiliki arti bahwa kontribusi pengaruh variabel X1OR, X2IC dan X3DP terhadap Y1EPS adalah sebesar 16,8% dan sisanya sebesar 83,2% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model penelitian ini dan error.
2. Nilai *R-squared* untuk variabel Y2PBV sebesar 0,247 yang memiliki arti bahwa kontribusi pengaruh variabel X1OR, X2IC, X3DP dan Y1EPS terhadap Y2PBV adalah sebesar 24,7% dan sisanya sebesar 75,3% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model penelitian ini dan error.

Kriteria untuk *full collinearity test* adalah harus bernilai < 3,3. Berdasarkan *output* di atas, dapat diketahui bahwa *full collinearity test* untuk semua variabel bernilai < 3,3, sehingga model bebas dari masalah kolinieritas vertikal, lateral dan *common method bias*.

D. Hasil Pengujian Hipotesis

1. *Output Total Effects*

Pengujian hipotesis pada analisis WarpPLS menggunakan uji t. Kaidah keputusan pengujian hipotesis dilakukan dengan *t-test*. Kaidah keputusan hipotesis dilakukan sebagai berikut, bilamana diperoleh *p-value* ≤ 0,10 (alpha 10%) maka dikatakan *weakly significant*, jika *p-value* ≤ 0,05 (alpha 5%) maka dikatakan *significant* dan jika *p-value* ≤ 0,01 (alpha 1%) maka dikatakan *highly significant* [18]. Adapun hasil pengujian hipotesis dapat dijelaskan sebagai berikut:

Tabel 8: *Output Total Effects*

No	Hubungan antar Variabel		Koef. Jalur	P-Value	Keterangan
1	X1OR	Y1EPS	0,170	0,069	<i>Weakly Significant</i>
2	X2IC	Y1EPS	0,290	0,005	<i>Significant</i>
3	X3DP	Y1EPS	0,198	0,041	<i>Significant</i>
4	X1OR	Y2PBV	-0,492	<0,001	<i>Highly Significant</i>
5	X2IC	Y2PBV	0,046	0,348	<i>Not Significant</i>
6	X3DP	Y2PBV	-0,034	0,388	<i>Not Significant</i>
7	Y1EPS	Y2PBV	-0,043	0,357	<i>Not Significant</i>

Tabel 8 menjelaskan hubungan antar variabel penjelas dengan variabel respon. Hasil pengujian tersebut dapat menjawab hipotesis yang pertama. Dari nilai *output* dapat diketahui bahwa variabel *Ownership Retention*, *Independent Commissioner* dan *Dividend Policy* berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap variabel *Earning per Share*. Pengaruh variabel *Ownership Retention* terhadap *Earning per Share* memiliki tingkat signifikansi yang lemah, sedangkan *Independent Commissioner* dan *Dividend Policy* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Earning per Share*. Berdasarkan hasil pengujian maka hipotesis pertama diterima.

Hipotesis kedua dalam penelitian ini menyatakan bahwa *Ownership Retention*, *Independent Commissioner*, *Dividend Policy* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Price to Book Value*. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kedua ditolak. Hal ini dapat dilihat dari ketidaksesuaian hipotesis dengan hasil penelitian. Hasil uji menunjukkan bahwa *Ownership Retention* memiliki pengaruh yang sangat kuat dan negatif terhadap *Price to Book Value*. Selain itu *Independent Commissioner* dan *Dividend Policy* tidak berpengaruh terhadap *Price to Book Value*.

Berdasarkan hasil analisis dapat diketahui bahwa hubungan antara variabel *Earning per Share* dengan variabel *Price to Book Value* adalah tidak berpengaruh (*not significant*). Hal ini dapat dilihat dari nilai *p-value* yang berada diluar kategori pengambilan keputusan *t-test* yaitu sebesar 0,357. Oleh karena itu, hipotesis ketiga dalam penelitian ini ditolak.

2. *Output Indirect Effects*

Output Indirect Effects menunjukkan apakah variabel mediasi dapat menjadi mediasi atau tidak antara variabel penjelas dengan variabel respon. Kriteria pengambilan keputusan pada *Indirect Effect* yaitu jika nilai *p-value* ≤ 0,10 (alpha 10%) maka dikatakan dapat memediasi dan jika nilai *p-value* ≥ 0,10 (alpha 10%) maka dikatakan tidak dapat memediasi [18]. Adapun hasil dari *Indirect Effects* dapat dijelaskan pada Tabel 5.7 berikut.

Tabel 9: *Output Indirect Effects*

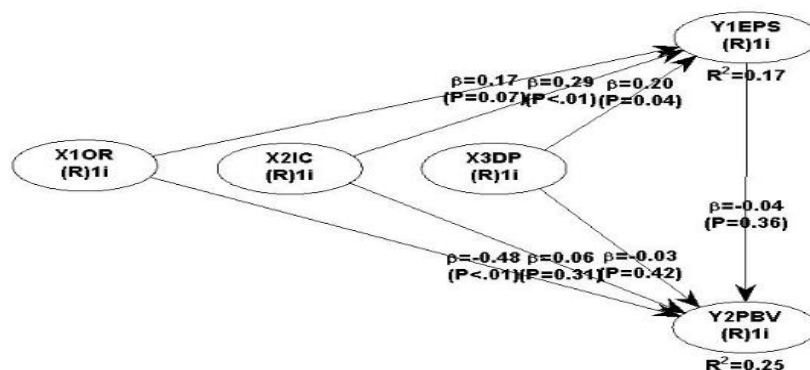
No	Hubungan antar Variabel			Koef. Jalur	P-Value	Keterangan
	Variabel Penjelas	Variabel Mediasi	Variabel Respon	Keof. Jalur Pengaruh Tidak Langsung		
1	X1OR	Y1EPS	Y2PBV	-0,007	0,465	Bukan Mediasi
2	X2IC	Y1EPS	Y2PBV	-0,013	0,441	Bukan Mediasi
3	X3DP	Y1EPS	Y2PBV	-0,009	0,460	Bukan Mediasi

Berdasarkan hasil *Indirect Effect*, dapat diketahui bahwa variabel *Earning per Share* tidak dapat digunakan sebagai mediasi dalam melihat pengaruh antara variabel penjelas dengan variabel respon. Hal ini dapat dilihat dari nilai *p-value* yang berada diluar kategori pengambilan keputusan. Hasil pengujian ini mendukung hipotesis kedua yang tidak dapat diterima.

E. Model Hasil Penelitian

Adapun model dalam hasil penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 1.
Model Penelitian



5. Kesimpulan dan Saran

5.1. Kesimpulan

Dari nilai *output* dapat diketahui bahwa variabel *Ownership Retention*, *Independent Commissioner* dan *Dividend Policy* berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap variabel *Earning per Share*. Berdasarkan hasil pengujian maka hipotesis pertama diterima. Hasil uji menunjukkan bahwa *Ownership Retention* memiliki pengaruh yang sangat kuat dan negatif terhadap *Price to Book Value*. Selain itu *Independent Commissioner* dan *Dividend Policy* tidak berpengaruh terhadap *Price to Book Value*. Berdasarkan hasil pengujian tersebut maka hipotesis kedua ditolak. Berdasarkan hasil analisis dapat diketahui bahwa hubungan antara variabel *Earning per Share* dengan variabel *Price to Book Value* adalah tidak berpengaruh (*not significant*). Oleh karena itu, hipotesis ketiga dalam penelitian ini ditolak. Berdasarkan hasil *Indirect Effect*, dapat diketahui bahwa variabel *Earning per Share* tidak dapat digunakan sebagai mediasi dalam melihat pengaruh antara variabel penjelas dengan variabel respon. Dalam melakukan investasi pada perusahaan *Startup* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, strategi investasi yang dapat digunakan oleh investor maupun calon investor yaitu dengan melihat nilai *Ownership Retention* sebagai acuan dalam menentukan nilai perusahaan. Selain itu, investor juga dapat melihat nilai *Ownership Retention*, *Intellectual Commissioner* dan *Dividend Policy* yang tinggi karena nilai yang tinggi akan menghasilkan nilai *Earning per Share* yang tinggi pula.

5.2. Saran

Dalam penelitian ini, *Earning per Share* sebagai variabel *intervening* tidak dapat digunakan dalam memediasi hubungan antara variabel penjelas dengan variabel respon. Oleh karena itu, dalam penelitian selanjutnya variabel *intervening* sebaiknya diganti dengan variabel lainnya seperti harga saham atau *return* saham. Selain itu, dalam menentukan strategi investasi investor juga dapat menggunakan analisis teknikal dengan melihat pergerakan harga saham. Selain analisis teknikal, investor juga dapat melihat kondisi perekonomian secara makro seperti tingkat inflasi, suku bunga, nilai tukar rupiah dan lain sebagainya. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperluas objek penelitian, menambah variabel penelitian dan menambah periode yang akan digunakan dalam penelitian.

Ucapan Terima Kasih

Terima kasih kepada KEMENRISTEKDIKTI yang telah mendanai penelitian ini. Terima kasih kepada LPPM Universitas Muhammadiyah Pontianak yang telah memfasilitasi pelaksanaan penelitian ini. Terima kasih juga kepada pihak-pihak yang telah membantu dalam pelaksanaan penelitian ini.

Daftar Pustaka

- [1] Bursa Efek Indonesia, "Persentase Keuntungan," <https://idx.co.id>, Jakarta, 2017.
- [2] Detiknews, "Investasi Saham," <https://m.detik.com>, Jakarta, 2018.
- [3] Bursa Efek Indonesia, "Prospektus," <https://idx.co.id>, Jakarta, 2018.
- [4] W. Widarjo, "Pengaruh Modal Intelektual dan Pengungkapan Modal Intelektual Pada Nilai Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering," *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, vol. 8, no. 2, pp. 157-170, 2011.
- [5] R. Y. H. K. Sari, "Ownership Retention, Komisaris Independen, Proprietary Cost, dan Pengungkapan Intellectual Capital Dalam Prospektus IPO," *Jurnal Akuntansi dan Sistem Teknologi Informasi*, vol. 9, no. 1, pp. 76-90, 2012.
- [6] I. Fahmi, *Pengantar Manajemen Keuangan*, Bandung: Alfabeta, 2016.
- [7] A. d. K. A. Ardianingsih, "Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan," *Jurnal Pena*, vol. 19, no. 2, p. 98, 2010.

- [8] M. I. d. Pakekong, "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Asuransi yang Terdaftar Di BEI Periode 2012-2016," *Jurnal EMBA*, vol. 7, no. 1, p. 612, 2019.
- [9] B. d. M. H. Gunawan, "Ownership Retention, Reputasi Auditor, Laba Perusahaan dan Underpricing Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial dan Institutional Sebagai Variabel Moderasi," *Journal of Accounting and Investment*, vol. 12, no. 2, pp. 99-115, 2012.
- [10] N. Y. d. I. K. B. Wulandari, "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Komite Audit, Komisaris Independen dan Dewan Direksi Terhadap Integritas Laporan Keuangan," *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana 7.3*, vol. 7, no. 3, pp. 574-586, 2014.
- [11] D. Harjito, *Dasar-Dasar Teori Keuangan*, Yogyakarta: Ekonisia, 2012.
- [12] D. d. F. E. S. Sunyoto, *Manajemen Keuangan Untuk Perusahaan*, Jakarta: Center of Academic Publishing Service, 2015.
- [13] L. A. d. B. G. Rakhimsyah, "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Nilai Perusahaan," *Jurnal Investasi*, vol. 7, no. 1, pp. 31-45, 2011.
- [14] Harmono, *Manajemen Keuangan*, Jakarta: Bumi Aksara, 2017.
- [15] M. Y. d. A. F. Adhitama, "Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Produktivitas dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Perbankan," *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, vol. 6, no. 7, pp. -, 2017.
- [16] M. M. Hanafi, *Manajemen Keuangan Internasional*, Yogyakarta: BPFE, 2010.
- [17] T. S. d. Wardhani, "Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi," *Jurnal Ilmiah Ilmu Akuntansi, Keuangann dan Pajak*, vol. 1, no. 2, pp. 93-110, 2017.
- [18] Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis*, Bandung: CV. Alfabeta, 2013.
- [19] Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis*, Bandung: Alfabeta, 2013.
- [20] d. Solimun, *Metode Statistika Multivariat (Pemodelan Persamaan Struktural (SEM) Pendekatan WarpPLS)*, Malang: UB Press, 2017.