

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN  
KEBIJAKAN DIVIDEN PADA NILAI  
PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN  
HUTANG SEBAGAI VARIABEL  
*INTERVENING***

**ARTIKEL ILMIAH**

Diajukan untuk memenuhi salah satu syarat penyelesaian

Program pendidikan sarjana

Jurusan Manajemen



**OLEH :**

**CHRISTINE A K WUNGUBELN**

**2012210649**

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS**

**SURABAYA**

**2016**

## PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Christine Arista Kewa Wungubelen  
Tempat, Tanggal Lahir : Lacro, 10 Juni 1995  
N.I.M. : 2012210649  
Jurusan : Manajemen  
Program Pendidikan : Strata 1  
Konsentrasi : Manajemen Keuangan  
Judul : Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen pada Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening

**Disetujui dan diterima baik oleh :**


Dosen Pembimbing

Tanggal : 27-4-2016

  
**(Dra. Ec. Sri Lestari Kurniawati, M.S.)**

Ketua Program Sarjana Manajemen

Tanggal :

  
**(Dr. Muazaroh, S.E., M.T.)**

# **PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN PADA NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL INTERVENING**

**Christine Arista K Wungubelen**  
STIE Perbanas Surabaya  
Christine.arista12@gmail.com  
Jl. Nginden Semolo 34-36 Surabaya

## **ABSTRACT**

*Increasing the firm value is one of the main purposes of a company. Increasing the firm value means the stock return gives the optimal return to the investors. The main objective of the present study is to expand researches in analyzing the impact of managerial ownership, institutional ownership, and dividend policy to the firm value, either directly or indirectly with debt policy as the intervening variable. Population in this study are public companies listed in Indonesia Stock Exchange that are not included in the categories of banking industry, institution of credit matters, security, and insurance, for an observation period of 2011 to 2013. Data were collected through purposive sampling and 14 firms were taken as sample. The analysis method used in this study is multiple linear regressions expanded with path analysis using the SPSS 22.0. The result of this study show that: (1) managerial ownership had no direct and indirect impact to firm value with debt policy as the intervening variable; (2) institutional ownership had no direct and indirect impact to firm value with debt policy as the intervening variable; and (3) dividend policy had direct positive impact to firm value and had no direct impact to firm value with debt policy as the intervening variable.*

**Key words :** *Managerial Ownership, Institutional Ownership, Dividend Policy, Debt Policy, Firm Value.*

## **PENDAHULUAN**

Secara umum mengoptimalkan nilai perusahaan adalah tujuan utama sebagian besar perusahaan terutama perusahaan yang berorientasi bisnis. Harga saham yang meningkat merupakan gambaran dari nilai perusahaan. Ada beberapa aspek yang dapat digunakan untuk mengukur nilai perusahaan, salah satunya adalah harga pasar saham perusahaan.

Penilaian investor keseluruhan atas setiap ekuitas yang dimiliki semuanya tercermin pada harga pasar saham. Memaksimalkan tingkat kemakmuran pemegang saham merupakan alasan dari pencapaian nilai perusahaan yang tinggi. Para pemegang saham akan menanamkan dananya pada perusahaan jika perusahaan berhasil mencapai kedua hal ini.

Investor dapat menggunakan nilai buku untuk memperkirakan batas bawah harga saham sehingga nilai ini dapat digunakan sebagai batas aman mengukur nilai perusahaan untuk investasi. Nilai perusahaan diukur dengan menggunakan rasio *price to book value* (PBV) sebagai proksinya. Rasio ini digunakan untuk menghindari kelemahan-kelemahan yang dimiliki oleh nilai buku. Rasio ini dihitung dengan membagi harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Sebagai pihak prinsipal, dalam menjalankan usahanya, pemegang saham melimpahkan pengelolaan perusahaan kepada manajer sebagai pihak agen dengan harapan bahwa manajer atas nama pemilik bertindak untuk mencapai tujuan perusahaan. Namun pada pelaksanaannya pihak manajer cenderung bertindak sebaliknya. Ketika manajer lebih cenderung menempatkan kepentingan pribadi dan kesempatan investasi yang unprofitable di atas kepentingan perusahaan terutama kepentingan pemegang saham disinilah terjadi konflik kepentingan. Pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencairan dana (*financing decision*) merupakan masalah umum yang menyebabkan konflik antara manajer dan pemegang saham. Mensejajarkan kepentingan manajer dengan kepentingan pemilik merupakan salah satu upaya yang dilakukan perusahaan untuk mengatasi adanya konflik ini (Imanta, 2011). Upaya ini dilakukan melalui mekanisme *Good Corporate Governance*. Melalui mekanisme ini, secara tidak langsung pihak prinsipal dapat mengontrol biaya keagenan yang ditimbulkan

oleh pihak agen. Hal ini dibuat dengan tujuan agar perusahaan bisa menghasilkan laporan keuangan yang mengandung informasi laba yang berkualitas. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional perusahaan merupakan beberapa mekanisme yang sering digunakan pada penelitian menyangkut *Good Corporate Governance*. Konflik keagenan dapat diminimalisir dengan melakukan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyelaraskan kepentingan-kepentingan terkait. Adanya mekanisme pengawasan ini menyebabkan munculnya biaya yang disebut biaya agensi. Menurut Wahidahwati (2002) terdapat beberapa alternatif untuk mengurangi biaya agensi. Alternatif pertama, mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Hal ini dilakukan guna mencapai tujuan yakni penyetaraan kepentingan pemegang saham dimana manajer diberikan kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham. Adanya langkah seperti ini diharapkan manajer lebih memperhatikan risiko yang ada ketika melakukan sesuatu serta adanya keinginan mengelola perusahaan dengan meningkatkan kinerja yang dimiliki (Ningsih, 2013). Kepentingan pihak internal dan pemegang saham dihubungkan dengan adanya peningkatan kepemilikan manajerial, serta peningkatan kepemilikan ini juga membantu untuk mengambil keputusan yang lebih baik dan untuk meningkatkan nilai perusahaan (Endraswati, 2012). Alternatif kedua adalah dengan meningkatkan rasio

pembayaran dividen. Manajer terpaksa mencari pendanaan dari luar karena adanya aliran kas bebas yang berkurang pada perusahaan untuk membiayai investasinya. Alternatif ketiga, peningkatan pendanaan melalui hutang, dimana sumber pendanaan ini akan berdampak pada penekanan pemborosan yang dilakukan manajemen dan penurunan *excess cash flow*. Struktur kepemilikan dan kebijakan dividen perusahaan mempunyai hubungan yang erat dengan kebijakan hutang. Struktur kepemilikan ini sendiri berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan, dimana struktur kepemilikan ini meliputi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Manajer yang juga sebagai pemegang saham ikut mengalami konsekuensi dari keputusan yang dibuat ketika kepemilikan manajerial semakin tinggi. Adanya tingkat hutang yang terlampau tinggi juga berdampak pada peningkatan risiko *financial distress* yakni kebangkrutan dimana posisi manajemen ikut terancam. Dengan demikian manajer akan sangat berhati-hati dalam mengelola hutang. Manajer juga merasa diawasi dengan adanya kepemilikan institusional dalam perusahaan sehingga tidak menyalahgunakan hutang untuk berbagai investasi yang tidak menguntungkan. Dengan demikian juga hutang sebagai sumber pendanaan akan dibatasi. Disisi lain aliran kas bebas perusahaan yang dapat digunakan untuk berinvestasi akan berkurang karena adanya kebijakan perusahaan untuk membagikan dividen. Hal ini juga mengharuskan adanya peningkatan pendanaan eksternal

untuk investasi oleh manajer. Sumber pendanaan eksternal yang berkaitan dengan minimnya risiko dan biaya modal adalah hutang. Menurut Soliha dan Taswan (2002), hutang merupakan instrument yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Struktur modal perusahaan menentukan nilai perusahaan. Harga saham dapat ditingkatkan melalui proporsi hutang yang tinggi. Pembayaran bunga pinjaman secara periodik dapat menghemat pajak penghasilan dengan sifatnya yang berupa *deductible expense*, namun jumlah hutang yang melewati titik optimalnya justru akan menurunkan nilai perusahaan karena biaya yang ditimbulkan (*agency cost of debt*) lebih besar dibandingkan dengan manfaat penghematan pajak. Tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai jika perusahaan sendiri dapat menciptakan hutang pada tingkat tertentu. *Debt to equity ratio* merupakan gambaran dari kebijakan hutang perusahaan. Berkaitan dengan besarnya nilai PBV ini sendiri dipengaruhi oleh kebijakan yang diambil perusahaan. Salah satu kebijakan yang mempengaruhi *price to book value* adalah kebijakan hutang. Penggunaan hutang mampu menarik pemegang saham untuk melakukan kontrol yang lebih ketat dibandingkan perusahaan memperoleh pendanaan melalui penerbitan saham baru. Selain keuntungan yang diperoleh dari penggunaan hutang terdapat pula risiko didalam penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan, antara lain terdapat risiko gagal bayar yang terkandung didalamnya dan beban

yang ditanggung oleh perusahaan akan bertambah dengan adanya beban bunga. Keuntungan pajak yang diperoleh lebih kecil dibandingkan dengan beban bunga yang harus dibayarkan. Berdasarkan penjelasan diatas, kebijakan hutang adalah salah satu mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan dan kebijakan hutang juga berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini dilaksanakan untuk menguji kembali pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening.

## RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

### Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan mempunyai hubungan yang sebanding dengan harga saham. Semakin tinggi harga saham suatu perusahaan maka semakin tinggi pula nilai perusahaan tersebut. Nilai suatu perusahaan yang tinggi menjadi harapan bagi para pemegang saham yang menanamkan modalnya dalam suatu perusahaan, karena nilai suatu perusahaan menggambarkan kemakmuran pemegang sahamnya. Peningkatan dan pengoptimalan nilai perusahaan seringkali menjadi tujuan jangka panjang dari suatu perusahaan. Nilai perusahaan diukur dengan menggunakan rasio *price to book value* (PBV) sebagai proksinya. Rasio ini digunakan untuk menghindari kelemahan-kelemahan yang dimiliki oleh nilai buku. Rasio ini dihitung dengan membagi harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Pengukuran

nilai perusahaan dengan menggunakan rumus :

$$PBV = \frac{\text{Harga pasar perlembar saham}}{\text{Nilai buku perlembar saham}} \quad (1)$$

### Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership*) : proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Perusahaan dengan kepemilikan manajerial berbeda dengan perusahaan yang tanpa kepemilikan manajerial. Kualitas pengambilan keputusan oleh manajer serta aktivitas manajer dalam operasi perusahaan merupakan perbedaan dari kedua perusahaan ini. Dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial, menyelaraskan kepentingannya dengan kepentingan perusahaan akan dilakukan oleh manajer yang sekaligus bertindak sebagai pemegang saham. Keputusannya akan merefleksikan keputusan yang sesuai dengan kepentingannya, termasuk untuk mempertahankan kedudukan mereka di perusahaan. Pemberian insentif yang sesuai kepada manajer perlu untuk diperhatikan agar tidak terjadi keputusan yang berdasarkan subjektivitas semata. Pengukuran kepemilikan manajerial dengan menggunakan rumus :

$$MOWN: \frac{\text{Kepemilikan saham manajemen}}{\text{Total saham beredar}} \quad (2)$$

### Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional (*Institusional Ownership*) : proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi / lembaga seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan

investasi, atau institusi lain. Kepemilikan institusional berperan sebagai *monitoring agent* yang melakukan pengawasan optimal terhadap perilaku manajemen di dalam menjalankan perannya mengelola perusahaan. Investor institusional merupakan *sophisticated* investor yang tidak mudah dibohongi oleh tindakan manajer. Kepemilikan institusional berbeda dengan kepemilikan individual karena kepemilikan institusional memiliki prosentase kepemilikan yang lebih besar sehingga lebih intensif mempengaruhi manajemen dengan kekuatannya tersebut. Dengan adanya kepemilikan oleh institusional investor, diharapkan keputusan atau kebijakan manajemen dapat lebih meningkatkan kinerja perusahaan, sekaligus meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Pengukuran kepemilikan institusional dengan menggunakan rumus :

$$INST = \frac{\text{Kepemilikan saham institusi}}{\text{Total saham beredar}} \quad (3)$$

### Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai berapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen sebagai ganti dari investasi yang ditanamkan dan berapa banyak yang dipertahankan untuk investasi kembali didalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2006:32). Kelangsungan hidup dari perusahaan perlu menjadi sebuah pertimbangan dalam keputusan pembagian dividen. Dana yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk membiayai investasinya semakin rendah, jika

suatu perusahaan menjalankan kebijakan untuk membagi dividen tunai. Hal ini akan berdampak pada harga saham dan dapat mengakibatkan tingkat pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang menjadi rendah. Kebijakan dividen dalam perkembangannya masih menjadi sesuatu yang kontroversial karena sifat dan karakteristik investor dan dividen itu sendiri, adanya beberapa teori yang saling bertentangan terkait kebijakan dividen membuat kebijakan tersebut masih diperdebatkan hingga saat ini, teori tersebut menurut Brigham dan Houston (2006:69) antara lain: *Irrelevance theory* : Teori ini berkeyakinan bahwa kebijakan dividen sebuah perusahaan tidak memiliki pengaruh, baik nilai maupun modalnya. *Bird in the hand theory* : Teori ini beranggapan bahwa nilai sebuah perusahaan akan dapat dimaksimalkan dengan menetapkan rasio pembayaran dividen yang tinggi, karena pemegang saham senang jika dividen dibagikan sebesar-besarnya, dengan begitu harga saham akan meningkat. *Tax preference theory* : Teori ini beranggapan bahwa pembayaran dividen rendah cenderung disukai investor dengan alasan: (1) tarif pajak yang ditanggung investor terkait dividen yang diterima lebih besar daripada tarif pajak atas keuntungan modal jangka panjang, (2) pajak atas keuntungan tidak akan dibayarkan hingga saham tersebut terjual, (3) terkait dengan penghapusan pajak akibat kematian pemegang saham.

$$DPR = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}} \quad (4)$$

## Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan salah satu dari kebijakan keuangan yang berkaitan dengan sumber pendanaan suatu perusahaan. Sumber pendanaan perusahaan merupakan hal yang sangat penting karena digunakan sebagai modal dalam menjalankan aktivitas operasionalnya. Sumber pendanaan suatu perusahaan dapat berasal dari internal seperti modal saham, laba ditahan dan laba tahun berjalan; serta dari eksternal berupa hutang jangka panjang maupun jangka pendek (Jortan, 2007). Struktur pendanaan atau struktur modal adalah proporsi antara jumlah dana dari dalam dan luar yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan dan juga membiayai asetnya. Untuk menentukan struktur pendanaan yang tepat, diperlukan analisis yang baik. (Rizal,2004) menyatakan bahwa setiap pilihan sumber dana memiliki biaya modal masing-masing. Biaya modal merupakan rata-rata tertimbang dari biaya pendanaan yang terdiri dari biaya bunga dan biaya modal sendiri. Biaya bunga merupakan biaya yang timbul dari hutang dikurangi tarif pajak yang berlaku. Sementara biaya modal sendiri merupakan dividen yang dibagikan bagi pemegang saham biasa dan pemegang saham preferen. Pengukuran kebijakan hutang dengan menggunakan rumus :

$$DAR = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total Aset}} \quad (5)$$

Dari landasan teori yang ada dan jurnal yang dijadikan acuan maka hipotesis penelitian ini adalah :

H1 :Diduga kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

H2 :Diduga kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

H3 :Diduga kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

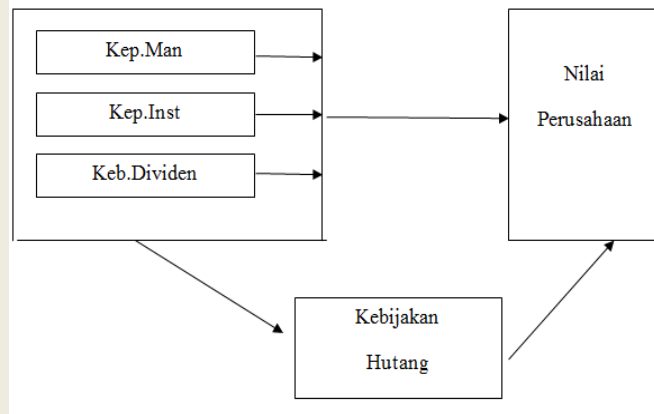
H4 :Diduga kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening

H5 :Diduga kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening

H6 :Diduga kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening.

Berdasarkan penjelasan diatas, maka dapat digambarkan model penelitian yang akan diuji dalam penelitian ini :





Gambar 1

Kerangka Pemikiran

## METODE PENELITIAN

### Klasifikasi Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode Januari 2011 sampai Desember 2013.

Pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu metode *purposive sampling* yaitu teknik pengambilan sampel yang didasarkan pada kriteria-kriteria yang ditetapkan sesuai dengan tujuan penelitian. Kriteria sampel adalah Perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan konsisten mempublikasikan laporan keuangan selama tahun 2011-2013, Perusahaan memiliki data kepemilikan manajerial dan institusional dari tahun 2011 - 2013 yang dipublikasikan, Perusahaan pernah membagikan dividen tunai selama periode pengamatan, Perusahaan tidak mempunyai ekuitas negatif. Hal ini dikarenakan saldo ekuitas yang negatif sebagai penyebut membuat rasio *debt to equity* menjadi tidak

bermakna (Wahyudi dan Pawestri,2006).

Dari 150 perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, maka diperoleh 14 saham perusahaan yang menjadi sampel penelitian sesuai dengan kriteria pemilihan sampel.

### Data Penelitian

Penelitian ini mengambil sampel pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang sudah dikategorikan dengan ciri-ciri khusus yang tercantum sebelumnya selama periode Januari 2011 sampai Desember 2013. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Teknik pengumpulan data untuk keperluan penelitian ini dilakukan dengan dokumentasi. Dokumentasi yang dilakukan adalah mengumpulkan semua data sekunder berupa data nilai perusahaan, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan kebijakan hutang. Data-data tersebut dikumpulkan dari Januari 2011 sampai Desember 2013 dan diperoleh dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

### **Variabel Penelitian**

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel dependen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, variabel independennya adalah nilai perusahaan, dan variabel interveningnya adalah kebijakan hutang.

### **Definisi Operasional Variabel**

#### **Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan merupakan Persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber dayanya. Pengukuran dengan menggunakan rumus (1).

#### **Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Pengukuran dengan menggunakan rumus (2).

#### **Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan Institusional adalah proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi atau institusi lain. Pengukuran dengan menggunakan rumus (3)

#### **Kebijakan Hutang**

Kebijakan hutang merupakan Kebijakan perusahaan dalam menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan dalam kegiatan operasional perusahaan. Pengukuran dengan menggunakan rumus (5)

### **Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen merupakan Kebijakan perusahaan untuk membagikan laba berupa dividen atau untuk menahannya. Pengukuran dengan menggunakan rumus (4)

### **Alat Analisis**

Analisis deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran mengenai variabel-variabel dalam penelitian ini, yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, kebijakan hutang, dan nilai perusahaan.

Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pada nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening yang tercatat Bursa Efek Indonesia periode Januari 2011 sampai Desember 2013 digunakan analisis jalur.

Alasan dipilihnya analisis jalur karena untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pada nilai perusahaan.

### **ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN**

Analisis data ini akan dilakukan analisis terhadap permasalahan secara deskriptif maupun statistik. Tujuannya untuk menguji hipotesis yang telah dirumuskan dan melakukan pembahasan atas hasil dari penelitian.

### **Hasil Analisis dan Pembahasan**

Gambar berikut menunjukkan hasil pengujian pengaruh langsung dan tidak langsung :

### **Kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, dan Nilai perusahaan**

Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi kepemilikan manajerial maka nilai perusahaan akan semakin rendah, atau sebaliknya. Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ditolak. Hal ini dikarenakan kepemilikan manajerial pada perusahaan non keuangan di Indonesia cenderung masih sangat rendah. Rendahnya persentase saham yang dimiliki oleh manajemen mengakibatkan pihak manajemen belum merasa ikut memiliki perusahaan karena tidak semua keuntungan dapat dinikmati oleh manajemen, sehingga manajemen kurang termotivasi untuk memaksimalkan utilitas pemegang saham. Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan pada nilai perusahaan melalui kebijakan hutang, atau dengan kata lain kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening. Dengan demikian H4 yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang ditolak. Karena persentase saham yang dimiliki manajemen cenderung kecil, manajemen tidak mempunyai kendali terhadap perusahaan. Manajemen lebih merupakan

perpanjangan tangan dari pemegang saham mayoritas.

### **Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang dan Nilai perusahaan**

Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, atau dengan kata lain kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ditolak. Menurut Rahmawati dan Triatmoko (2007), investor institusional cenderung lebih berfokus pada laba sekarang (*current earnings*), sehingga perubahan yang terjadi pada laba sekarang akan mempengaruhi keputusan investor institusional untuk tetap berinvestasi pada perusahaan atau menarik dana yang ditanamkannya. Jika perubahan ini dirasa tidak menguntungkan bagi pemegang saham, maka investor institusional akan menarik sahamnya. Karena persentase saham investor institusional cukup besar, penarikan saham yang dilakukan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara keseluruhan. Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang, atau dengan kata lain kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening. Dengan demikian H5 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai

perusahaan melalui kebijakan hutang ditolak.

### **Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, dan Nilai Perusahaan**

Kebijakan dividen berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi pembagian dividen maka nilai perusahaan akan semakin rendah, atau sebaliknya. Dengan demikian hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ditolak. Hal ini tidak mendukung *bird in the hand theory* yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang membagikan dividen karena adanya kepastian tentang return investasinya serta dapat mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan. Kebijakan dividen berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening. Dengan demikian H<sub>6</sub> yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang ditolak.

### **KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun secara tidak langsung melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening pada sektor perusahaan manufaktur. Sampel yang

digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2013. Penelitian ini memberikan hasil sebagai berikut: (1) Kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening, (2) Kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening, (3) Kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening.

Penelitian ini memiliki keterbatasan yang mempengaruhi hasil penelitian. Keterbatasan tersebut antara lain adalah: Variabel yang digunakan sebagai variabel intervening kurang begitu akurat sehingga hasil penelitian yang diperoleh belum sepenuhnya menjelaskan pengaruh antar variabel, serta Hasil R<sup>2</sup> yang kecil yang menunjukkan kurang begitu besar pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikatnya.

Berdasarkan hasil penelitian dan keterbatasan penelitian maka saran yang dapat diberikan terhadap perusahaan, investor, maupun peneliti selanjutnya adalah sebagai berikut : (1) Bagi Perusahaan :Perusahaan harus meningkatkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dalam perusahaan, karena melihat tingkat kepemilikan baik manajerial dan institusional yang masih rendah.

Tingkat kepemilikan manajerial maupun institusional yang tinggi berdampak baik untuk nilai perusahaan. (2) Bagi Investor : Para investor sebaiknya tidak hanya menggunakan satu sumber untuk menentukan pilihan berinvestasi, akan tetapi sumber – sumber lain yang terkait dengan investasi pada perusahaan seperti keputusan pendanaan perusahaan. Hal ini dapat memudahkan investor untuk menentukan pilihan investasi yang tepat. (3) Bagi peneliti selanjutnya : Sebaiknya peneliti selanjutnya dapat menambah variabel-variabel lain untuk memperkuat hasil penelitian seperti variabel keputusan pendanaan, profitabilitas perusahaan, dsb.

#### DAFTAR RUJUKAN

- Brigham, Eugene F. 2006, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Salemba Empat, Jakarta.
- Christiawan, Y.J. dan Tarigan. 2007. “kepemilikan manajerial: kebijakan hutang, kinerja, dan nilai perusahaan”. *Jurnal akuntansi dan keuangan* Vol. 9 No. 1, Mei: hal 1-8
- Elva, Nuraina. 2012. "Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI)." *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* 19.2.
- Endraswati, Hikmah. 2012. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Moderating pada Perusahaan di BEI. *Jurnal STAIN Salatiga*.
- Faizal. 2004, *Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance*, SNA VII, IAI, Denpasar, hal 197-208.
- Ghozali. 2002. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Handayani, Citra. 2007. *Analisis Pengaruh Proporsi Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Pendanaan dalam Meningkatkan Kinerja Perusahaan (Studi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2001-2005)*. Diss. Program Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Haruman, T. 2008. “Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. Survey pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia”. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. Vol. 10 No. 2. Desember: hal. 121-136.
- Harjito, D. A. (2006). Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan Dividen dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia* 10, 2, 161-182.

- Haryono, S. 2005. "Struktur kepemilikan dalam bingkai teori keagenan". *Jurnal akuntansi dan bisnis*. Vol 5 No 1, Februari: hal. 63-71
- Hirayat. 2011. *Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow Dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan*. Diss. Universitas Sebelas Maret, 2010.
- Imanta, Dea, and Rutji Satwiko. 2011. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kepemilikan Manajerial." *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol 3 No .1, hal 78-80.
- Ismiyanti, F. dan M.M. Hanafi. 2004. "struktur kepemilikan, risiko, dan kebijakan keuangan: Analisis persamaan simultan". *Jurnal ekonomi dan bisnis Indonesia*. Vol. 19.No. 2. April: hal. 176-196
- Jortan, Y. 2007. "Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Kebijakan Dividen terhadap Struktur Pendanaan pada Industri Perbankan yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta".  
(<http://repository.usu.ac.id/xmlui/handle/123456789/9765>. Diakses 20 september 2015 ).
- Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W., & Scott, D. F. 2004. *Manajemen Keuangan: prinsip-prinsip dan aplikasi. Edisi kesembilan. Jakarta: PT. Indeks Kelompok Gramedia.*
- Masdupi, E. (2005). Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 20.
- Melanie. Sugiarto. 2011 "Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Intervening." *Jurnal Akuntansi Kontemporer* 3.1.
- Mudrajad Kuncoro. 2013. "Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi Bagaimana Meneliti dan Menulis Tesis". Edisi 4. Penerbit Erlangga. Jakarta
- Ningsih, Hana Ratna. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Rasio Pengembalian Aktiva Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Industri Perbankan yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE)*, 19 (2) h: 110-125
- Rachmawati, A. Dan H. Triatmoko. 2007. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi X Makasar.*
- Rizal. M.S. 2007. Analisis Pengaruh Manajerial Ownership, Institusional Ownership, Dividend Payout Ratio dan Return On Asset Terhadap Capital Structure. (<http://eprints.undip.ac.id/18427/>). Diakses 1 November 2015

- Rustan, Darwis Said, and Yohanis Rura. 2014. "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Kualitas Laba dan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening." *Jurnal Analisis* 3.1 hal 32-39.
- Soliha, E. dan Taswan. 2002. "Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan serta beberapa factor yang mempengaruhinya". *Jurnal bisnis dan ekonomi*. Vol. 9 No. 2, September: hal 149-163
- Sujoko, Ugy Soebiantoro. 2008. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi empirik pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur di Bursa Efek Jakarta)." *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 9.1.
- Suwaldiman dan A. Ahmad. 2006. "Pengaruh Insider Ownership dan Risiko Pasar terhadap Kebijakan Dividen". *Sinergi*. Vol. 8 No 1, Januari: hal. 53-64.
- Syafruddin, M. 2006. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Perusahaan pada kinerja: Faktor Ketidakpastian Lingkungan sebagai pemoderasi". *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. Vol. 10 No.1, Juni: hal 85-99
- Taswan. 2003. "Analisis pengaruh insider ownership, kebijakan hutang dan dividen terhadap nilai perusahaan serta factor-faktor yang mempengaruhinya". *Jurnal bisnis dan ekonomi*. Vol. 10 No 2, September: hal. 162-181
- Wahidahwati. 2002. "Pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada kebijakan hutang perusahaan: Sebuah perspektif Theory agency". *Jurnal riset akuntansi Indonesia*. Vol. 5 No. 1, Januari: hal.1-16
- Wahyudi, U. Dan H. P. Pawestri. 2006. "Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening". *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi IX Padang*.

