

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, KEBIJAKAN DIVIDEN, DAN
KEBIJAKAN UTANG TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTARDI
BURSA EFEK INDONESIA**

ARTIKEL ILMIAH

**Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Strata Satu
Jurusan Manajemen**



Oleh :

DEVVY PRISTANIA SARI
NIM : 2011210540

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
SURABAYA
2015**

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Devvy Pristania Sari
Tempat, Tanggal Lahir : Surabaya, 01 Juli 1993
Jurusan : Manajemen
Program Pendidikan : Strata 1
Konsentrasi : Keuangan
Judul : Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen,
dan Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan
Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,
Tanggal : 6-4-2015



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

Ketua Program Sarjana Manajemen
Tanggal : 23-4-2015



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

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, KEBIJAKAN DIVIDEN, DAN
KEBIJAKAN UTANG TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Devvy Pristania Sari
STIE Perbanas Surabaya
Email : devvypristania@gmail.com

ABSTRACT

The main purpose of this study is to determine the impact of ownership structure, dividend policy, and debt policy on firm value. Population in this study use all the listed companies on Indonesian Stock Exchange period 2007-2012 and the samples are chosen by purposive sampling technique based on certain criteria. This research is tested by SPSS 16.0 for windows application. Data analysis tools in this research are descriptive analysis and multiple linier regression analysis. The results of this study using the F Test showed that managerial ownership, outsider ownership, dividend policy, and debt policy simultaneously have significant effect on firm value. Result of this study using the t Test are : (1) Managerial ownership positively affect but not significant on firm value (2) Institutional ownership positively affect but not significant on firm value (3) Dividend Policy significantly positive on firm value (4) Debt Policy negatively affect firm value.

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

PENDAHULUAN

Tujuan berdirinya perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan atau kekayaan bagi para pemegang saham. Nilai perusahaan merupakan suatu kondisi tertentu yang telah dicapai perusahaan sebagai gambaran atas kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan tersebut setelah melalui suatu proses kegiatan selama beberapa tahun, yaitu sejak perusahaan tersebut didirikan sampai dengan saat ini.

Perusahaan akan berupaya untuk mengoptimalkan nilai perusahaan itu sendiri (*value of the firm*) melalui pelaksanaan

fungsi manajemen keuangan yang bersifat strategis. Fungsi keuangan diantaranya adalah keputusan investasi, pendanaan, dan dividen dimana keputusan keuangan yang diambil dapat mempengaruhi keputusan keuangan lainnya. Meningkatnya nilai perusahaan menjadi keinginan bagi para pemegang saham karena peningkatan nilai perusahaan menunjukkan peningkatan kemakmuran pemegang saham. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham. Selain itu, tingginya nilai perusahaan juga akan meningkatkan minat investor untuk menanamkan modalnya.

Semakin berkembangnya suatu perusahaan, pemilik perusahaan tidak mungkin melaksanakan semua fungsi yang dibutuhkan dalam pengelolaan suatu perusahaan karena keterbatasan kemampuan, waktu, dan sebagainya (I Made Sudana, 2011: 9). Upaya perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan, diperlukan kerjasama antara pemegang saham sebagai principal dengan manajer sebagai agen dimana pemegang saham memberikan kepercayaannya kepada para manajer untuk mengelola kegiatan perusahaan dengan lebih baik. Adanya pemisahan antara pihak pemilik dan pihak pengelola, memungkinkan terjadinya perbedaan kepentingan yang seringkali menimbulkan *agency conflict* (konflik keagenan). Konflik keagenan terjadi ketika manajer lebih cenderung menempatkan kepentingan pribadi dan kesempatan investasi yang *unprofitable* di atas kepentingan perusahaan, terutama kepentingan pemegang saham sehingga dapat dikatakan terdapat ketidakselarasan kepentingan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal (Melanie Sugiarto, 2011). Konflik keagenan yang terjadi hanya akan menghambat kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan untuk memakmurkan para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Oleh karena itu, masalah keagenan yang terjadi seharusnya menjadi perhatian bagi perusahaan karena dapat berpotensi menyebabkan turunnya nilai perusahaan.

Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham sehingga mendorong manajer agar bekerja sesuai dengan keinginan para pemegang saham (Sujoko dan Ugy Soebiantoro, 2007). Manajer juga merasa termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya dan bertanggung jawab atas kesejahteraan para pemegang

saham karena manajer akan secara langsung merasakan manfaat dari keputusan yang diambil dengan tepat atau bahkan akan menanggung kerugian sebagai konsekuensi atas keputusan yang salah. Kinerja perusahaan yang meningkat, akan meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, tingkat kepemilikan institusional yang tinggi oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain akan menimbulkan *monitoring* yang lebih besar terhadap manajemen dimana *monitoring* tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham karena pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal (Dwi Sukirni, 2012).

Selain meningkatkan struktur kepemilikan, kebijakan dividen sering dianggap sebagai *signal* bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan dividen dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan (Umi Mardiyati, Gatot Nazir, dan Ria Putri, 2012). Pembayaran dividen menunjukkan *signal* positif mengenai arus kas bebas perusahaan pada masa yang akan datang sehingga menjadikan nilai perusahaan mengalami peningkatan. Apabila suatu perusahaan menjalankan kebijakan untuk membagi dividen tunai maka dana yang akan digunakan perusahaan untuk membiayai investasinya menjadi semakin rendah. Hal ini dapat mengakibatkan tingkat pertumbuhan perusahaan di masa datang menjadi rendah serta akan berdampak pada harga saham. Oleh karena itu, perusahaan sebaiknya menetapkan kebijakan dividen yang optimal (Melanie Sugiarto, 2011).

Kebijakan utang merupakan salah satu dari kebijakan keuangan (pendanaan) yang berkaitan dengan sumber pendanaan suatu perusahaan. Sumber pendanaan perusahaan merupakan hal yang sangat

penting karena digunakan sebagai modal dalam menjalankan aktivitas operasionalnya (Melanie Sugiarto, 2011). Penggunaan utang juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan pendanaan dengan utang akan menyebabkan perusahaan mempunyai kewajiban melakukan pembayaran periodik atas bunga dan prinsipal dimana hal ini akan mengurangi perilaku oportunistik manajer dalam penggunaan *cash flow* untuk kegiatan-kegiatan yang kurang optimal. Kondisi ini justru menyebabkan para manajer termotivasi untuk bekerja keras dalam meningkatkan laba perusahaan sehingga perusahaan dapat bertanggung jawab atas penggunaan utangnya. Hal tersebut akan berdampak pada kinerja

KERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

Struktur Kepemilikan

Kepemilikan manajerial dilakukan dengan cara memberikan proporsi kepemilikan saham kepada pihak manajemen sehingga para manajer akan termotivasi untuk bekerja lebih keras dalam memakmurkan para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan, mengingat mereka juga memiliki kepentingan yang sama seperti para pemegang saham. Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh pihak *Board of Commissioners* yang terdiri atas presiden komisioner, wakil presiden komisioner, dan komisioner serta pihak *Board of Directors* yang terdiri atas presiden direktur, wakil presiden direktur, dan direktur.

Kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan saham oleh pihak institusi atau lembaga baik perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi maupun kepemilikan institusi lain (Dwi Sukirni, 2012) dan bukan termasuk perusahaan dalam kelompok bisnis misalnya, anak

manajemen yang maksimal dalam mencapai tujuan perusahaan. Meskipun konsekuensi dari kebijakan utang yaitu perusahaan akan menghadapi biaya utang dan risiko kebangkrutan, maka kebijakan utang tidak berbeda dengan kebijakan dividen dimana pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan juga tidak menemukan bukti yang konsisten. Berdasarkan latar belakang di atas, maka peneliti tertarik melakukan penelitian yang sama namun pada sampel dan periode yang berbeda. Penelitian ini ditujukan untuk dapat mendukung hasil penelitian terdahulu dan merupakan replikasi serta modifikasi dari penelitian terlebih dahulu.

perusahaan (*subsidiary corporation*) dan perusahaan afiliasi (*affiliate company*). Kepemilikan saham institusional dianggap sebagai salah satu upaya untuk mengurangi masalah agensi di dalam perusahaan. Keberadaan investor institusional menjadi suatu mekanisme *monitoring* yang efektif dalam mengontrol perilaku manajer.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang terkait dengan pembagian laba atas perusahaan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen sebagai *return* atas investasi serta berapa banyak yang dipertahankan untuk investasi kembali di dalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2006 : 69). Jika perusahaan meningkatkan rasio pembayaran dividen, hal ini akan menaikkan nilai dividen yang akan datang (D_1). Apabila D_1 naik, maka akan lebih sedikit uang yang tersedia untuk melakukan reinvestasi, sehingga akan menyebabkan terjadinya penurunan tingkat pertumbuhan yang diharapkan dan kemudian cenderung akan menurunkan harga saham. Terdapat beberapa teori yang relevan terkait kebijakan dividen yang menjelaskan

pengaruh besar kecilnya *dividend payout ratio* (DPR) terhadap nilai perusahaan yang tercermin pada harga pasar saham.

Kebijakan Utang

Kebijakan utang termasuk kebijakan pendanaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan utang ini berkaitan dengan struktur modal karena utang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Struktur modal berkaitan dengan pembelanjaan jangka panjang suatu perusahaan yang diukur dengan perbandingan utang jangka panjang dengan modal sendiri (I Made Sudana, 2011: 143). Teori struktur modal menjelaskan apakah kebijakan pembelanjaan jangka panjang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, biaya modal perusahaan, dan harga pasar saham perusahaan. Menurut I Made Sudana (2011: 143), terdapat asumsi-asumsi terkait dengan teori struktur modal yang dianggap mampu untuk menjawab permasalahan tersebut, diantaranya adalah (1) Tidak ada pajak dan biaya kebangkrutan, (2) Rasio utang terhadap modal diubah dengan cara perusahaan mengeluarkan saham untuk melunasi hutang atau perusahaan meminjam untuk membeli kembali saham yang beredar, (3) Perusahaan mempunyai kewajiban untuk membayarkan seluruh pendapatan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, (4) Nilai harapan distribusi probabilitas subjektif pendapatan operasi setiap perusahaan di masa yang akan datang sama bagi semua investor, dan (5) Pendapatan operasi perusahaan diharapkan tidak mengalami pertumbuhan.

Nilai Perusahaan

Tujuan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan peningkatan kemakmuran para pemilik atau pemegang saham (Mamduh M. Hanafi, 2012: 7). Keberhasilan perusahaan

digambarkan melalui kemakmuran pemegang sahamnya sehingga nilai perusahaan yang tinggi menjadi harapan bagi para pemegang saham yang menanamkan modalnya dalam suatu perusahaan. Peningkatan dan pengoptimalan nilai perusahaan seringkali menjadi tujuan jangka panjang dari suatu perusahaan. Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan pada akhirnya akan berdampak pada nilai perusahaan (Melanie Sugiarto, 2011).

Berdasarkan uraian di atas, maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1 : Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan kebijakan utang secara simultan mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan

Konflik keagenan terjadi ketika manajer lebih cenderung menempatkan kepentingan pribadi dan kesempatan investasi yang *unprofitable* diatas kepentingan perusahaan, terutama kepentingan pemegang saham sehingga terdapat ketidakselarasan kepentingan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal (Melanie Sugiarto, 2011). Apabila manajemen tidak mempunyai saham di perusahaan, maka keterlibatan manajer akan semakin berkurang. Situasi tersebut justru akan mendorong manajer untuk mengambil keputusan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Sebaliknya, jika manajemen mempunyai kepemilikan saham di perusahaan maka para manajer akan

cenderung termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya. Kinerja yang bagus dapat meningkatkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan sehingga dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham semakin besar. Besarnya dividen yang diterima oleh pemegang saham mengindikasikan bahwa suatu perusahaan sedang berada dalam kondisi yang baik sehingga dapat menarik minat investor untuk berinvestasi. Semakin tinggi minat investor maka harga saham di pasaran akan mengalami kenaikan. Hal tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan karena tingginya harga pasar saham merupakan cerminan adanya peningkatan nilai perusahaan.

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Dwi Sukirni (2012) dan Khalil Ur-Rehman Wahla, Syed Zulfiqar Ali Shah, dan Zahid Hussain (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memberikan pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan karena belum banyak pihak manajemen yang memiliki porsi kepemilikan saham atas perusahaan dengan jumlah yang cukup signifikan sehingga mengakibatkan para manajer cenderung akan mementingkan kepentingannya sebagai pihak pengelola daripada sebagai pihak pemegang saham. Penelitian lain oleh Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memberikan pengaruh negatif namun tidak signifikan. Hal ini disebabkan kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perusahaan karena pihak manajer cenderung banyak dikendalikan oleh pihak pemilik sehingga bisa dikatakan bahwa pihak manajer hanyalah sebagai kepanjangan tangan dari pihak pemilik.

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh pihak institusi atau lembaga baik perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi maupun

kepemilikan institusi lain (Dwi Sukirni, 2012). Bukan termasuk perusahaan dalam kelompok bisnis misalnya, anak perusahaan (*subsidiary corporation*) dan perusahaan afiliasi (*affiliate company*) serta institusi pemegang saham publik. Keberadaan investor institusional dianggap menjadi suatu mekanisme *monitoring* yang efektif karena (1) pihak institusional secara langsung terlibat dalam pengambilan keputusan oleh manajemen, (2) pihak institusional memiliki keahlian atau kompetensi profesional dalam menganalisis informasi, dan (3) kepemilikan yang signifikan atas perusahaan oleh pihak institusional menjadikan mereka lebih bisa mendisiplinkan perilaku manajer. Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional dalam perusahaan maka pengawasan terhadap perilaku manajer menjadi lebih besar dimana perilaku *opportunistic* manajer akan semakin berkurang serta dapat mencegah terjadinya pemborosan maupun manipulasi laba yang dilakukan oleh manajemen sehingga dapat berpengaruh terhadap menurunnya *agency cost*. Menurunnya *agency cost* maka dapat meningkatkan laba yang diperoleh perusahaan sehingga diharapkan nilai perusahaan menjadi meningkat (Dwi Sukirni, 2012).

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Dwi Sukirni (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan oleh manajemen serta sebagai upaya pihak institusional dalam mencegah pemborosan dan manipulasi laba yang dilakukan oleh manajemen sehingga berpengaruh terhadap meningkatnya nilai perusahaan. Penelitian lain yang dilakukan oleh Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007) menunjukkan bahwa

kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan yang berarti semakin besar kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajer maka semakin produktif tindakan manajer dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 2 : Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen dan Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen menentukan berapa banyak keuntungan yang akan dibagi oleh perusahaan kepada pemegang saham. Keuntungan yang diperoleh pemegang saham ini akan menentukan kesejahteraan mereka yang merupakan tujuan perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham berarti kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik dimana perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula. Nilai perusahaan biasanya tercermin melalui besarnya harga saham perusahaan di pasaran. Hal ini merupakan sinyal positif yang diberikan manajemen bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan. Apabila suatu perusahaan menjalankan kebijakan pembagian dividen tunai yang besar maka dana yang digunakan perusahaan untuk membiayai reinvestasi pun semakin rendah. Menurunnya reinvestasi dapat mengakibatkan tingkat pertumbuhan perusahaan di masa datang menjadi lebih rendah dan cenderung akan menurunkan harga pasar saham sehingga perusahaan

sebaiknya menetapkan kebijakan dividen yang optimal (Melanie Sugiarto, 2011).

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Dwi Sukirni (2012) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dimana tinggi rendahnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, tidak ada hubungannya dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Penelitian lain yang dilakukan oleh Umi Mardiyati, Gatot nazir Ahmad, dan Ria Putri (2012) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mendukung teori Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan karena meningkatnya jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham tidak selalu diikuti dengan peningkatan nilai perusahaan.

Leverage keuangan merupakan alternatif yang dapat digunakan untuk meningkatkan laba. Penggunaan utang dalam investasi sebagai tambahan untuk mendanai aktiva perusahaan diharapkan dapat meningkatkan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan karena aktiva perusahaan tersebut digunakan untuk menghasilkan laba. Selain itu, penggunaan utang juga bermanfaat untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebih oleh pihak manajemen sehingga mampu mengurangi kegiatan investasi yang *unprofitable*. Besarnya laba yang tersedia untuk pemegang ekuitas disebabkan oleh beban bunga utang yang berfungsi sebagai pengurang pajak sehingga keuntungan yang diperoleh menjadi lebih besar, yang kemudian diharapkan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Semakin tinggi hutang maka akan menimbulkan terjadinya *financial distress* sehingga nilai perusahaan menurun (Sujoko dan Ugi Soebiantoro, 2007). Penggunaan utang dalam komposisi

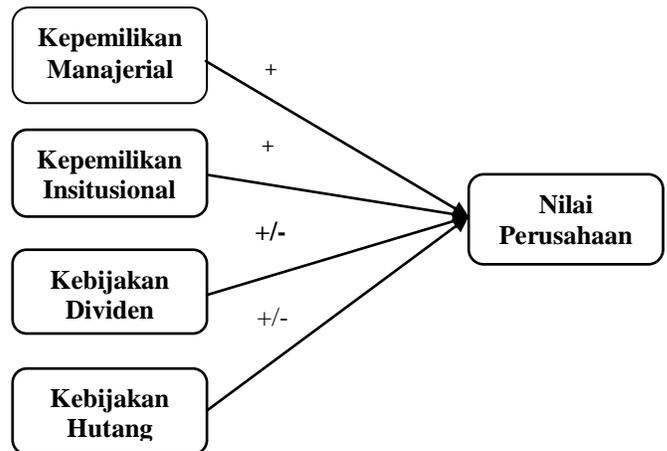
tertentu, dianggap mampu meningkatkan produktivitas suatu perusahaan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi jika komposisi utang berlebihan maka justru akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Seperti yang dinyatakan dalam penelitian Sujoko dan Ugi Soebiantoro (2007) bahwa semakin tinggi hutang maka akan memungkinkan terjadinya *financial distress* sehingga nilai perusahaan menurun. Hal ini dikarenakan, kebijakan utang merupakan salah satu keputusan yang bersifat strategis dengan tingkat risiko terjadinya defisit bahkan ancaman kebangkrutan. Oleh sebab itu, pihak manajemen perlu berhati-hati dalam menetapkan kebijakan utang perusahaan agar dapat memberikan pengaruh yang bagus terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Dwi Sukirni (2012) menunjukkan kebijakan utang memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini mendukung model *Trade-off Theory* yang menyatakan bahwa tercapainya tingkat utang yang optimal ketika penghematan pajak mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan. Penelitian lain yang dilakukan oleh Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007) menunjukkan kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung *Trade-off Theory* yaitu meningkatnya jumlah utang maka akan menurunkan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 3 : Kebijakan dividen dan kebijakan utang secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

Klasifikasi Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode penelitian yang digunakan adalah dari tahun 2007-2012. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *judgement sampling*. *Judgement sampling* adalah salah satu jenis *purposive sampling* selain *quota sampling* dimana peneliti memilih sampel berdasarkan penilaian terhadap karakteristik anggota sampel yang disesuaikan dengan maksud penelitian.

Karakteristik pada penelitian ini diantaranya (1) Seluruh perusahaan non perbankan, lembaga keuangan, dan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode penelitian yaitu mulai tahun 2007 sampai dengan tahun 2012. (2) Perusahaan yang memberikan informasi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. (3) Perusahaan yang membagikan dividen selama periode penelitian. (4) Perusahaan yang memiliki ekuitas bernilai positif.

Data Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini termasuk data kuantitatif yang bersumber pada data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh dalam bentuk jadi, telah dikumpulkan dan diolah oleh pihak lain, biasanya dalam bentuk publikasi berupa data-data variabel independen dan tergantung dependen. Data lain yang relevan dengan penelitian ini diantaranya diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), www.idx.co.id, dan *Annual report* perusahaan.

Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel dependen yaitu *price to book value* dan variabel independen terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan kebijakan utang.

Definisi Operasional Variabel

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diukur dengan menggunakan *Price Book Value* (PBV). PBV merupakan perhitungan atau perbandingan antara *market value* dengan *book value* suatu saham dimana dengan PBV, investor dapat mengetahui langsung sudah berapa kali *market value* suatu saham dihargai dari *book value*-nya.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan. Manajemen perusahaan yang dimaksud adalah pihak *Board of Commissioners* yang terdiri atas presiden komisioner, wakil presiden komisioner, dan komisioner serta pihak *Board of Directors* yang terdiri atas presiden direktur, wakil presiden direktur, dan direktur. Kepemilikan manajerial diukur dengan persentase saham yang dimiliki oleh manajemen.

$$MO = \frac{\sum \text{saham yang dimiliki manajemen}}{\sum \text{saham beredar}}$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan saham oleh pihak institusi atau lembaga baik perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi maupun kepemilikan institusi lain. Bukan termasuk perusahaan dalam kelompok bisnis misalnya, anak perusahaan (*subsidiary corporation*) dan perusahaan afiliasi (*affiliate company*) serta institusi pemegang saham publik.

$$IO = \frac{\sum \text{saham yang dimiliki institusional}}{\sum \text{saham beredar}}$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang terkait dengan pembagian laba atas perusahaan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen sebagai *return* atas investasi serta berapa banyak yang dipertahankan untuk investasi kembali di dalam perusahaan. Variabel dalam penelitian ini diprosikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR).

$$DPR = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan suatu kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam memperoleh sumber pendanaan bagi perusahaan dimana dana tersebut akan digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Variabel dalam penelitian ini diprosikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER).

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Alat Analisis

Alat analisis ntuk menguji hubungan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan kebijakan utang terhadap nilai perusahaan pada seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2012 digunakan model regresi linier berganda (*multiple regression analysis*).

Alasan dipilihnya model regresi linier berganda karena untuk menguji pengaruh beberapa variabel bebas terhadap satu variabel terikat. Berikut ini adalah persamaan untuk mengetahui hubungan tersebut :

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + e$$

Keterangan :

- Y : Nilai Perusahaan
- a : Konstanta
- b : Koefisien parameter dari masing-masing variabel
- X₁ : Kepemilikan Manajerial
- X₂ : Kepemilikan Institusional
- X₃ : Kebijakan Dividen
- X₄ : Kebijakan Hutang
- e : Residual

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menjelaskan variabel-variabel penelitian yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, kebijakan utang, dan nilai perusahaan.

Tabel 1
Hasil Analisis Deskriptif

	N	Min	Max	Mean	Std.Dev
MNGR	66	.01	70.00	7.2167	13.11774
INST	66	14.74	92.88	49.5533	27.08013
DER	66	.19	7.53	1.5975	1.29246
DPR	66	1.49	140.00	30.3372	21.65821
PBV	66	.11	12.11	1.5227	1.8308
Valid N (listwise)	46				

Sumber : Data diolah

Berdasarkan tabel 1 di atas diketahui bahwa nilai rata-rata dari variabel kepemilikan manajerial (MNGR) pada perusahaan sampel adalah sebesar 7,2167. Nilai minimum variabel MNGR adalah sebesar 0,01%, dimiliki oleh PT Lamicitra, Tbk. Keterlibatan manajemen dalam perusahaan tersebut sangat rendah, hal ini dapat dibuktikan dari kepemilikan saham

manajemen yang kecil. Rendahnya kepemilikan saham manajemen atas perusahaan menyebabkan manajer kurang terlibat dalam pengelolaan perusahaan serta pengambilan keputusan sehingga kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan menjadi rendah. Nilai maksimum sebesar 70% dimiliki oleh PT Sat Nusapersada, Tbk. Besarnya persentase

kepemilikan manajerial pada perusahaan PT Sat Nusapersada, Tbk menunjukkan bahwa pihak manajemen memiliki keterlibatan yang tinggi dalam perusahaan tersebut. Tingginya kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen akan memotivasi para manajer untuk meningkatkan kinerjanya dalam mengelola perusahaan dengan baik agar dapat memperoleh keuntungan yang tinggi sehingga kemakmuran pemegang saham akan meningkat.

Variabel selanjutnya adalah kepemilikan institusional (INST) dimana nilai rata-rata INST adalah 49,5533. Nilai minimum variabel INST adalah 14,74% yang dimiliki oleh PT Pudjiadi Prestige, Tbk. Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh investor institusional pada perusahaan tersebut rendah. Persentase kepemilikan institusional yang rendah dapat mendorong manajemen untuk berperilaku *opportunistic*, karena kurangnya pengawasan oleh pihak investor institusional sehingga kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan menjadi tidak bagus. Nilai maksimum pada variabel INST adalah 92,88% yang dimiliki oleh PT Lamicitra, Tbk. Angka ini menunjukkan bahwa mekanisme *monitoring* oleh pihak institusional terhadap PT. Lamicitra, Tbk berjalan efektif. Semakin tinggi kepemilikan institusional dalam perusahaan maka pengawasan terhadap manajemen perusahaan menjadi lebih besar sehingga mampu mengurangi perilaku *opportunistic manager*.

Nilai rata-rata variabel kebijakan utang (DER) adalah 1,5975. Nilai minimum variabel DER adalah 0,19 kali dan dimiliki oleh PT Duta Pertiwi Nusantara, Tbk. Rendahnya variabel DER menunjukkan bahwa perusahaan tersebut cenderung menggunakan modal sendiri daripada utang dalam mendanai kegiatan usahanya. Hasil ini dapat dibuktikan dengan kecilnya nilai

total utang perusahaan yaitu sebesar Rp 28.939.822.487 bila dibandingkan dengan besarnya total ekuitas Rp 155.593.301.345. Nilai maksimum variabel DER sebesar 7,53 kali yang dimiliki PT Intraco Penta Tbk. Sebagai penyedia solusi peralatan di Indonesia yang melayani berbagai macam industri yang berhubungan dengan pertambangan, minyak dan gas, kertas, perkayuan, petrokimia, semen, dan pertanian berat, maka PT Intraco Penta, Tbk lebih banyak memanfaatkan penggunaan utang daripada modal sendiri agar dapat memenuhi permintaan industry yang semakin meningkat sehingga mengakibatkan nilai DER menjadi tinggi.

Nilai rata-rata variabel kebijakan dividen (DPR) adalah 30,3372. Nilai minimum dari variabel (DPR) adalah 1,49% yang dimiliki oleh PT AKR Corporindo, Tbk. Hasil ini menunjukkan keuntungan yang diperoleh perusahaan rendah sehingga dividen yang dibagikan kepada para investor pun menjadi rendah. Nilai maksimum DPR sebesar 140 persen dan dimiliki oleh PT Intraco Penta, Tbk, karena PT Intraco Penta memperoleh keuntungan yang tinggi sehingga dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham juga tinggi. Terdapat kemungkinan sumber dana yang digunakan untuk membagikan dividen tinggi berasal dari pinjaman, mengingat nilai DER perusahaan INTA yang juga tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa INTA masih dipercaya oleh para kreditur sehingga semakin besar kemampuan perusahaan untuk memperoleh dana pinjaman, maka semakin besar pula dividen yang akan dibagikan.

Nilai rata-rata nilai perusahaan (PBV) adalah sebesar 1,5227. Nilai minimum variabel PBV sebesar 0,11 kali yang dimiliki PT Pudjiadi Prestige, Tbk. Hasil tersebut dapat diartikan bahwa pasar menilai kinerja perusahaan tersebut tidak dalam kondisi yang baik sehingga saham PUDP memiliki nilai rendah yang hanya

sebesar 0,11 kali lipat dari harga sebenarnya. Nilai maksimum variabel PBV adalah sebesar 12,11 kali yang dimiliki PT Intraco Penta, Tbk. Artinya, nilai PBV perusahaan INTA tergolong tinggi karena pasar

menghargai saham INTA 12,11 kali dari harga sebenarnya.

Hasil Analisis dan Pembahasan

Tabel 2
Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Variabel	Koefisien Regresi	Standar Error	t Hitung	t Tabel	Sig.
Konstanta	0.649	0.642	1.011	1.645	0.318
MNGR	-0.077	0.041	-1.897	1.645	0.065
INST	-0.011	0.011	-1.005	1.645	0.321
Konstanta	0.649	0.642	1.011	±1.960	0.318
DER	-0.124	0.252	-0.492	±1.960	0.065
DPR	0.070	0.014	5.138	±1.960	0.321
R ²	0.413				
Adjusted R ²	0.356				
F Hitung	2.61				
F Tabel	7.217				
Sig. F	0.000				

Sumber : Data diolah

Tabel diatas menunjukkan hasil uji F yang diperoleh nilai signifikan sebesar 0,000 lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ atau dengan menunjukkan F_{hitung} sebesar 7,217 lebih besar daripada F_{tabel} sebesar 2,61 maka dapat diartikan $F_{hitung} > F_{tabel}$ sehingga H_0 ditolak. Hal ini menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan utang dan kebijakan dividen secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai *R Square* diperoleh sebesar 0,413 yang berarti kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan kebijakan utang dapat menjelaskan nilai perusahaan sebesar 41,3% sedangkan 58,7% dijelaskan oleh variabel lain diluar penelitian ini.

Nilai koefisien dari persamaan kepemilikan manajerial (MNGR) adalah -0,077 berarti jika MNGR naik satu satuan, maka PBV akan turun sebesar 0,077 satuan dengan asumsi variabel bebas yang lain dalam keadaan konstan. Hasil pada tabel 2 menunjukkan bahwa nilai t_{hitung} untuk variabel kepemilikan manajerial (MNGR) sebesar 1,897 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar 1,645 atau $t_{hitung} < t_{tabel}$ sehingga H_0 diterima. Berdasarkan hasil tersebut, dapat dijelaskan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Nilai koefisien dari persamaan kepemilikan institusional (INST) adalah -0,011 berarti jika INST naik satu satuan, maka PBV akan turun sebesar 0,011 satuan dengan asumsi variabel bebas yang lain

dalam keadaan konstan. Hasil pada tabel 2 menunjukkan bahwa nilai t_{hitung} untuk variabel kepemilikan institusional (INST) sebesar -1,005 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar 1,645 atau $t_{hitung} < t_{tabel}$ sehingga H_0 diterima. Berdasarkan hasil tersebut, dapat dijelaskan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Nilai koefisien dari persamaan kebijakan dividen (DPR) adalah 0,070 berarti jika DPR naik satu satuan, maka PBV akan naik sebesar 0,070 satuan dengan asumsi variabel bebas yang lain dalam keadaan konstan. Hasil pada tabel 2 menunjukkan bahwa nilai t_{hitung} untuk variabel kebijakan dividen sebesar 5,138 lebih besar dari nilai t_{tabel} sebesar ± 1.960 atau $t_{hitung} > t_{tabel}$ sehingga H_0 ditolak. Berdasarkan hasil tersebut, dapat dijelaskan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Nilai koefisien dari persamaan kebijakan utang (DER) adalah -0,124 berarti jika DER naik satu satuan, maka PBV akan turun sebesar 0,124 satuan dengan asumsi variabel bebas yang lain dalam keadaan konstan. Hasil pada tabel 2 menunjukkan bahwa nilai t_{hitung} untuk variabel kebijakan utang sebesar -0,492 lebih kecil dari nilai t_{tabel} sebesar ± 1.960 atau $t_{hitung} < t_{tabel}$ sehingga H_0 diterima. Berdasarkan hasil tersebut, dapat dijelaskan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial secara parsial mempunyai berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengaruh yang tidak signifikan dalam penelitian ini disebabkan oleh pihak manajemen yang tidak memiliki kendali penuh atas

pengambilan keputusan strategis perusahaan walaupun memiliki saham tetapi tergolong masih sangat kecil dengan rata-rata sebesar 7,22%. Pengambilan keputusan strategis perusahaan tersebut lebih banyak dikendalikan oleh pemilik saham mayoritas, yang tidak lain adalah pemilik perusahaan sehingga dapat dikatakan bahwa keberadaan manajemen hanya sebagai kepanjangan tangan pemilik perusahaan. Penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Khalil Ur-Rehman Wahla, dkk (2012) dimana kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, namun penelitian ini mendukung hasil yang telah dilakukan oleh Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007) yang menyatakan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian variabel kepemilikan institusional menemukan hasil bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil yang tidak signifikan ini disebabkan karena keberadaan investor institusional yang masih belum mampu menjalankan tugasnya sebagai pengawas dan pengendali manajemen perusahaan dengan baik walaupun rata-rata kepemilikan institusional dari hasil penelitian tergolong besar yaitu 49,55%. Hal tersebut terjadi diduga pengaruh kepemilikan institusional yang masih dimungkinkan adanya afiliasi sehingga cukup sulit untuk dapat mendeteksi struktur kepemilikan institusional secara akurat dan akan berdampak pada mekanisme pengawasan tidak berjalan dengan baik. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Sujoko dan Ugi Soebiantoro (2007) yang membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel kebijakan dividen secara parsial mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung teori *Bird In-the-Hand* dimana perusahaan akan memaksimalkan *value of the firm* dengan menentukan rasio pembagian dividen yang tinggi sehingga harga pasar saham perusahaan juga semakin tinggi. Pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor, semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham berarti kinerja emiten atau perusahaan sedang berada dalam performa terbaiknya dimana perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap sangat menguntungkan. Hasil penelitian yang sama juga dilakukan oleh Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan namun hasil yang berbeda dimiliki oleh Umi Mardiyati, dkk (2012) dimana kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan utang secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengaruh yang tidak signifikan dalam penelitian ini mendukung teori Modigliani-Miller tanpa pajak karena berapa pun jumlah utang yang digunakan perusahaan dalam menunjang kegiatannya, tidak akan berpengaruh pada penghematan biaya modal perusahaan (k_s) dan peningkatan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak seperti yang dilakukan oleh Dwi Sukirni (2012) yang menyatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan namun penelitian ini mendukung hasil dari Sujoko

dan Ugy Soebiantoro (2007) yang menyatakan bahwa variabel kebijakan utang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pertama (H1) menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan kebijakan utang secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dimana variabel independen mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependen dengan nilai *R Square* sebesar 41,3%.

Pengujian hipotesis kedua (H2) menunjukkan bahwa baik variabel kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan pada hipotesis ketiga (H3) hasil pengujian menunjukkan bahwa kebijakan dividen secara signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan kebijakan utang berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini mempunyai keterbatasan diantaranya, (1) Sampel yang diperoleh hanya terdapat 11 perusahaan non perbankan, lembaga keuangan, dan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, (2) Pengukuran kepemilikan institusional menggunakan data laporan keuangan sehingga tidak banyak memberikan informasi secara akurat, (3) Terdapat ketidaksesuaian data yang bersumber dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) dan *Indonesia Stock Exchange* (IDX).

Merujuk pada hasil dan keterbatasan penelitian, maka saran yang dapat diberikan kepada peneliti selanjutnya agar mengubah pengukuran yang digunakan pada masing-

masing variabel penelitian serta dapat menambahkan variabel baru seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, dan kesempatan investasi. Selain itu juga dapat menyertakan data laporan pajak untuk mendeteksi struktur kepemilikan institusional suatu perusahaan.

Bagi investor sebaiknya perlu memperhatikan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi nilai perusahaan terutama terkait dengan kebijakan dividen dimana di dalam penelitian ini kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dimaksudkan agar memudahkan investor dalam meramalkan dan menilai perkembangan sebuah perusahaan guna menentukan pilihan tempat berinvestasi yang tepat dengan mempertimbangkan segala keuntungan dan risikonya.

DAFTAR RUJUKAN

- Brigham dan Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 1. Jakarta: Salemba Empat.
- , 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Mamduh M. Hanafi. 2012. *Manajemen Keuangan*. Edisi 1. Yogyakarta: BPFE
- Dwi Sukirni. 2012. “Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan”. *Accounting Analysis Journal I (2) (2012)*.
- I Made Sudana. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori & Praktik*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Khalil Ur-Rehman Wahla, Syed Zulfiqar Ali Shah, dan Zahid Hussain. 2012. “Impact of Ownwership Structure on Firm Performance Evidence from Non-Financial Listed Companies at Karachi Stock Exchange”. *International Research Journal of Finance and Economics*.
- Melanie Sugiarto. 2011. “Pengaruh Struktur Kepemillkan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Intervening”. *Jurnal Akuntansi Kontemporer Vol. 3 No. 1: 1-25*.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 2007. “Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan”. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9: 41
- Umi Mardiyati, Gatot Nazir Ahmad, dan Ria Putri. 2012. “Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010”. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI) Vol. 3, No. 1*.