

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

SAHRUL PONTO

Staff Pengajar Universitas Yapis Papua

ABSTRAK

Masalah keagenan menjadi pemicu munculnya teori keagenan yang yang disebut *Agency Problem*, belakangan menjadi ramai dibicarakan. Terakhir dapat diatasi dengan menjaga keseimbangan antara memposisikan kedudukan sebagai manager dan sebagai pemilik saham. hal ini menimbulkan biaya sebagai konsekwensi diterapkannya pengawasan secara terstruktur terutama pemisahan anatara Keputusan Manajerial dan kapan dia sebagai pemilik sahan dalam perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indoneia. Sebagai pengukur terbukti bahwa nilai perusahaan meningkat.

Kata Kunci : *Agency Cost, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Nilai Perusahaan.*

I. PENDAHULUAN

A. Latar belakang

Pada dasarnya keputusan finansial mencakup tiga bidang, yaitu keputusan investasi, keputusan pembiayaan, dan keputusan dividen. Keputusan investasi mencakup keputusan-keputusan yang terkait dengan pemilihan dan pelaksanaan proyek-proyek baru. Para ahli manajemen keuangan sepakat bahwa keputusan investasi yang diambil perusahaan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, karena melalui investasi suatu perusahaan biasa menciptakan nilai (*value creation*) sehingga mampu memberikan keuntungan terutama bagi para pemegang saham. Demikian pula keputusan pembiayaan, mencakup keputusan-keputusan yang terkait dengan struktur pembiayaan atau struktur modal perusahaan, juga dianggap mempunyai pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, misalnya adanya pengaruh pengurangan beban pajak yang diakibatkan oleh biaya bunga yang dibayar oleh perusahaan atas hutang (Solomo dan Pringle, 1980).

Keputusan strategis manajemen keuangan tersebut (keputusan mengenai kebijakan deviden, investasi, dan pembiayaan) tidak dapat diabaikan, karena terkait erat dengan tujuan perusahaan yaitu optimalisasi nilai dan pertumbuhan perusahaan. Namun dalam praktek, tujuan tersebut sering tidak terlaksana sehubungan dengan adanya masalah keagenan, yang terjadi karena dipisahkannya fungsi kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Pemisahan kepemilikan ini membuat manajer bertindak bebas dan tidak sejalan dengan tujuan perusahaan.

Pemisahan kepemilikan dari pengelolaan telah melahirkan gagasan manajer yang disebut *Agency Problem* (Jensen dan Mecling, 1976 : 305-360). Dengan adanya pemisahan itu, akan terjadi konflik kepentingan antara para pemilik dengan para manajer. Konflik itu diharapkan menjadi kreatif, karena

merupakan mekanisme perimbangan kekuasaan. Mereka mengidentifikasi dua jenis konflik, yaitu (1) konflik antara pemegang saham dan manajer, terjadi karena manajer memegang kurang dari 100% claim residual (kepemilikan saham perusahaan kurang dari 100%), sehingga mereka tidak memperoleh seluruh keuntungan tetapi harus menanggung biaya dari seluruh aktivitas-aktivitas peningkatan profit, dan (2) konflik antara pemegang hutang dan pemegang ekuitas, terjadi karena kontrak hutang akan mendorong pemegang ekuitas untuk berinvestasi kurang optimal.

Dengan adanya masalah-masalah keagenan yang bersumber dari konflik berbagai macam pihak, maka untuk menjamin bahwa manajer akan bertindak atas dasar keputusan terbaik bagi semua pihak, akan timbul biaya-biaya keagenan (*agency cost*) seperti pemeriksaan akuntansi dan prosedur pengendalian intern, serta biaya emisi atas penggunaan ekuitas eksternal.

Dengan demikian, pemegang saham akan meningkatkan jumlah pembayaran dividennya untuk mengurangi biaya keagenan (*agency cost*), Jensen, Solberg, dan Zoen (1992) mengatakan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan, diperlukan adanya pembayaran dividen. Akan tetapi, pembayaran dividen akan berpengaruh pada kebijakan pendanaan perusahaan, karena pembayaran dividen akan mengurangi cash flow perusahaan. Oleh karena itu, dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan dipaksa untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan. (3) meningkatkan pendanaan dengan hutang.

Peningkatan pendanaan dengan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen, karena hutang dapat menurunkan excess cash flow yang ada dalam perusahaan (Jensen, 1986). Keberadaan cash flow yang terlalu banyak akan mengakibatkan kekeliruan perilaku para manajer

dan munculnya keputusan-keputusan yang salah, dalam artian tidak sepenuhnya mencerminkan kepentingan para pemilik saham. Cash flow tersebut akan dipertahankan oleh para manajer, dan akan digunakan untuk melakukan investasi-investasi lain.

Dengan adanya hutang, manajemen akan bertindak sangat hati-hati dan akan mendorong mereka untuk bekerja lebih efisien. Tindakan ini akan mengurangi konflik agency yang terjadi karena pemilik perusahaan akan meningkatkan pengawasannya terhadap tim manajemennya. Penelitian oleh Garvey (1992) mengenai seberapa besar pengaruh hutang dan kepemilikan manajerial bisa mengurangi agency cost dari free cash flow. Hasil pengujian menunjukkan bahwa semakin tinggi jumlah pendanaan dengan hutang dan jumlah kepemilikan saham oleh manajer, akan semakin tinggi pula agency cost yang akan ditanggung oleh pemegang saham. Dalam kondisi yang normal, hutang dan kepemilikan saham merupakan alat yang komplementer untuk memotivasi manajer untuk menolak investasi – investasi dengan NPV negatif. (4) Investor institusi sebagai monitoring agent. Distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institusional investor dan shareholders dispersion dapat mengurangi agency cost. Bathala, Moon, dan Rao (1994) menguji hubungan antara struktur kepemilikan institusional, debt ratio, dan kepemilikan manajerial. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang significant dan berhubungan negatif terhadap debt ratio dan kepemilikan manajerial. Moh'd, Perry, dan Rimbey (1998) menemukan bahwa struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang significant dan berhubungan negatif dengan debt ratio. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa distribusi kepemilikan saham merupakan faktor terpenting dalam menjelaskan bentuk struktur modal, yaitu sebagai kontrol terhadap para manajer yang menurunkan tingkat hutang untuk menimbun kekayaan mereka sendiri.

Uraian di atas menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan hutang dapat mempengaruhi kinerja dan nilai perusahaan dengan mengurangi agency cost. Kepemilikan saham manajer dapat menyelaraskan kepentingan pemegang saham luar, sedangkan hutang dan alat-alat monitoring yang terkait merupakan mekanisme penting untuk mengontrol perilaku manajer dan mengurangi masalah-masalah agency dalam perusahaan.

B. Rumusan masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka masalah pokok dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah struktur kepemilikan saham berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur?
2. Apakah kebijakan Pendanaan berpengaruh signifikan terhadap terhadap nilai perusahaan manufaktur?
3. Apakah kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap terhadap nilai perusahaan manufaktur?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, maka tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis :

1. Pengaruh struktur kepemilikan saham terhadap nilai perusahaan manufaktur.
2. Pengaruh kebijakan pendanaan terhadap nilai perusahaan manufaktur.
3. Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan manufaktur.

II. TINJAUAN PUSTAKA

A. Penelitian Terdahulu

Sahwil (2007) melakukan analisis pengaruh struktur kepemilikan saham dan kebijakan keuangan terhadap nilai perusahaan pada Industri Makanan dan Minuman yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Variabel dependen penelitian adalah nilai perusahaan, sedangkan variabel independen adalah kepemilikan saham Publik, kepemilikan saham institusional, kepemilikan saham manajerial, kebijakan investasi, kebijakan pendanaan, dan kebijakan dividen. Untuk mencapai tujuan dan menguji kebenaran hipotesis, maka digunakan metode analisis regresi linear berganda. Hasil pengujian menunjukkan pula bahwa Kepemilikan saham manajerial merupakan variabel yang paling dominan berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada yang tercatat di BEJ, yaitu dibuktikan oleh nilai t hitung yang lebih besar dibanding dengan variabel lainnya.

Tendi Haruman (2008) melakukan penelitian pengaruh struktur kepemilikan dan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Data yang digunakan adalah selama 12 tahun yaitu tahun 1994 – 2005 dengan sampel sebanyak 94 perusahaan. Dengan menggunakan analisis Regresi Linear Berganda, maka diperoleh hasil bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER), *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership* dan *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan secara parsial variabel Struktur Kepemilikan (*managerial* dan *institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap terhadap nilai perusahaan, sedangkan *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Iniberarti bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham oleh manajerial maka akan meningkatkan nilai perusahaan, dan semakin banyak hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa para pemilik baik managerial maupun institusional lebih memilih sumber pendanaan dari luar perusahaan walaupun memiliki risiko yang tinggi. Akibat keterbatasan modal yang dimiliki perusahaan, *managerial ownership* akan memilih sumber pembiayaan yang paling mudah yaitu dengan menggunakan hutang, dibandingkan dengan menerbitkan saham.

B. Struktur Kepemilikan Saham

Menurut Jensen dan Meckling (1976 : 305-360) variabel struktur kepemilikan terdiri dari tiga variabel yakni : (1) inside equity (held by the manager), (2) outside equity (held by anyone outside of the firm), and (3) debt (held by anyone outside of the firm). Dengan demikian modal sendiri dipisahkan antara pemegang saham dari dalam (manajer) dan pemegang saham dari luar (seseorang diluar perusahaan). Pemegang saham dari perusahaan masih dapat dilihat

dari berapa besar “share” terhadap keseluruhan modal sendiri.

Pengukuran struktur kepemilikan telah banyak dikembangkan oleh para ahli, yang pada intinya mengkaitkan struktur kepemilikan dengan tingkat pengendalian perusahaan dan biaya modal. (Cole dan Mihran 1998:291-317) mengemukakan bahwa untuk mengevaluasi struktur kepemilikan dapat diukur dengan memperhatikan: (1) persentase kepemilikan terbesar oleh seorang direktur, (2) persentase kepemilikan terbesar oleh lembaga atau perusahaan tertentu, (3) persentase kepemilikan terbesar oleh bukan lembaga atau perusahaan tertentu., dan (4) persentase kepemilikan oleh karyawan perusahaan.

Lebih lanjut (Cole dan Mihran, 1998 : 291-317), mengungkapkan bahwa struktur kepemilikan disamping diukur dengan persentase kepemilikan oleh Chief Executive Officer (CEO) atau direktur utama, juga ditambah dengan saham-saham yang dimiliki oleh keluarga dari direksi perusahaan tersebut.

Adanya kepemilikan oleh investor institusional, seperti perusahaan asuransi, bank, atau perusahaan-perusahaan investasi akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen dengan meningkatkan akuntabilitas manajer melalui berbagai alat pengawasan. Investor-investor institusi ini akan berusaha menggunakan haknya untuk menciptakan perubahan-perubahan fundamental dalam perilaku manajemen, misalnya dengan cara membentuk suatu komite penasihat pemegang saham yang berfungsi untuk mengkaji ulang hasil-hasil operasi dan keuangan perusahaan dan berusaha untuk meningkatkan aliran informasi antara pemegang saham dan manajer. Berdasarkan uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa hutang, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional merupakan mekanisme pengontrol untuk mengurangi *agency cost*.

C. Kebijakan Pendanaan

Kebijakan pendanaan perusahaan yang mengacu pada konsep *pecking order theory* seperti yang dikemukakan oleh Donaldson (1961) dan Myers (1984) akan mengambil keputusan pendanaan dengan pemenuhan dana yang diprioritaskan pada pendanaan internal sebagai sumber pendanaan utama dan bila terjadi kekurangan maka akan dipenuhinya dengan sumber pendanaan eksternal.

Pendanaan internal akan dilakukan melalui arus kas dari laba ditahan (*retained earning*) dikarenakan manajer sebagai agen pelaksana perusahaan terhindar kontak dengan pihak ketiga diluar perusahaan dan terhindar dari reaksi negatif harga saham perusahaan dipasar modal. Selain itu pendanaan internal tidak memiliki biaya penerbitan dibanding dengan pendanaan eksternal yang memiliki biaya penerbitan baik untuk obligasi maupun saham baru. Keuntungan lain yang diperoleh dari pendanaan internal adalah dapat memperbesar kapasitas pendanaan dengan pinjaman (*borrowing capacity*) dan memperbesar financial slack dalam bentuk kas sekuritas yang marketable, kapasitas meminjam serta kemampuan menerbitkan saham baru dikemudian hari bila diperlukan (Brealy dan Myers, 1996). Apabila kebutuhan pendanaan dirasa kurang melalui pendanaan internal, maka dana akan dipenuhi dari

pendanaan eksternal yang berasal dari penjualan saham dan hutang.

Pendanaan eksternal yang berupa pendanaan dengan urutan prioritas pertama adalah dengan penerbitan obligasi atau dalam bentuk hutang jangka panjang. Prioritas pertama ini dilakukan karena baik penerbitan obligasi maupun hutang jangka panjang memiliki biaya penerbitan yang lebih kecil di banding dengan biaya penerbitan untuk pendanaan eksternal lainnya. Selain itu manajemen terhindar dari informasi asimetri dan signalling yang menghindarkan tanggapan negatif dari pada investor baru dan pelaku pasar modal terhadap penerbitan saham baru yang dapat mengakibatkan penurunan harga saham yang beredar. Keuntungan lain yang diperoleh adalah bahwa pendanaan dengan hutang jangka panjang dan obligasi membawa manajemen pada usaha maksimalisasi kekayaan pemegang saham yang menghindarkan diri dari penambahan jumlah saham yang beredar yang berarti mencegah jumlah investor baru dan penurunan deviden (Brealy dan Myers, 1996).

Prioritas pendanaan eksternal selanjutnya adalah dengan penerbitan sekuritas hybrid, seperti saham preferen dan obligasi konvertibel sebagai bentuk pendanaan eksternal antara. Pendanaan eksternal semacam ini memiliki sifat dan keunggulan berada ditengah-tengah antara pendanaan eksternal dengan obligasi dan hutang dengan saham (Weston dan Brigham, 1993).

Pandanaan eksternal melalui penerbitan saham baru merupakan bentuk pendanaan eksternal yang terakhir, sehingga perusahaan tidak akan menerbitkan saham baru kecuali sebagai langkah terakhir (*last resort*). Hal ini dilakukan karena penerbitan saham baru memiliki beberapa implikasi negatif bagi perusahaan, diantaranya adalah (1) tingginya biaya penerbitan saham baru yang merupakan biaya penerbitan yang paling mahal, (2) memungkinkan terjadinya informasi asimetri dan signaling yang salah dari para calon investor baru dan para pelaku pasar modal yang akan bereaksi negatif terhadap penerbitan saham baru sehingga terjadi penurunan harga saham dipasar modal, dan (3) akan memungkinkan terjadinya anggapan bahwa manajemen kurang berusaha untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham, karena dengan penerbitan saham baru menyebabkan jumlah pemegang saham akan bertambah dan juga jumlah saham beredar yang akan menurunkan deviden yang dibagikan (Brealy dan Myers 1996).

Sesuai dengan konsep *pecking order theory*, bila perusahaan mengadakan pendanaan dari pinjaman dalam tingkat yang rendah dalam artian lebih banyak menggunakan pendanaan internal, maka perusahaan tersebut bukan bertujuan untuk memperkecil rasio hutang (*debt ratio*) tetapi dikarenakan perusahaan tersebut tidak membutuhkan pendanaan dari luar perusahaannya yang disebabkan oleh tingkat profitabilitas yang tinggi. Bila perusahaan dalam kondisi profitabilitas yang rendah, pemenuhan dana akan dipenuhi dengan pendanaan eksternal utamanya dengan hutang akibat perusahaan tersebut tidak memiliki sumber dana internal yang mencukupi untuk mendanai investasinya

D. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan suatu perusahaan, dan sangat penting karena terkait dengan keputusan cash flow yang harus mengalir kepada para investor dan cash flow yang harus dipertahankan oleh perusahaan untuk kepentingan reinvestasi.

Apabila perusahaan memperoleh laba bersih, maka laba bersih tersebut sering disebut sebagai laba setelah pajak atau Earning After Tax (EAT), dan apabila pihak manajemen memutuskan untuk membagikan Earning After Tax kepada para pemegang saham, maka bagian laba yang dibagikan disebut sebagai deviden, dengan demikian dapat dikatakan bahwa dividen merupakan bagian dari keuntungan perusahaan setelah pajak yang didistribusikan kepada para pemegang saham yang pada umumnya dilakukan secara berkala.

Jumlah dividen yang dibayar kepada pemegang saham jika dibagi dengan jumlah saham perusahaan yang beredar, maka dividen tersebut disebut sebagai dividen per lembar saham (dividend per share DPS). Proporsi dividen yang dibayarkan dari Earning After Tax (EAT) disebut sebagai dividend payout ratio (DPR), dan jumlah laba bersih yang tidak dibayarkan kepada para pemegang saham disebut sebagai laba yang ditahan (retained earning). Dividen payout ratio menentukan jumlah laba yang dapat ditahan sebagai sumber pendanaan. Semakin besar laba ditahan, akan semakin sedikit jumlah laba yang dialokasikan untuk pembayaran dividen (Van Horne dan Wachowicz, 1995).

Ada beberapa pertimbangan saat perusahaan ingin membuat satu kebijakan dividen. Pertimbangan-pertimbangan ini harus berhubungan dengan konsep teori pembayaran dividen dan penilaian perusahaan. Diantara faktor-faktor yang dianalisis perusahaan dalam memutuskan kebijakan dividen tersebut adalah peraturan-peraturan hukum, kebutuhan pendanaan perusahaan, likuiditas, kemampuan untuk menjamin, batasan-batasan dalam perjanjian hutang, dan pengendalian (Van Horne dan Wachowicz, 1995).

E. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh para calon investor kalau mereka bermaksud untuk menjalankan suatu usaha. Bagi perusahaan yang menjual sahamnya ke pasar modal, nilai perusahaan ini akan dicerminkan oleh harga sahamnya.

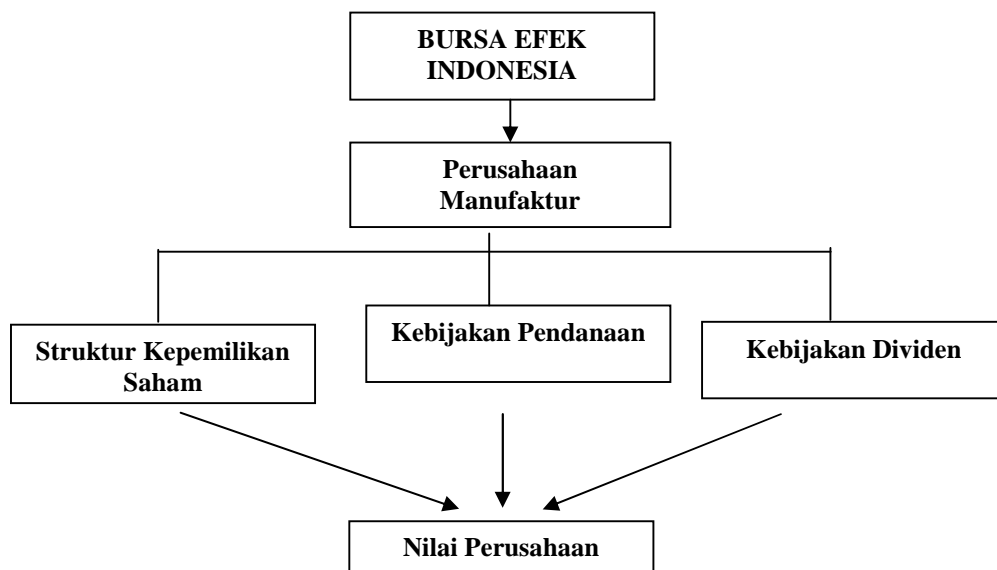
Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekadar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari. Sedangkan nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi. Secara sederhana dihitung dengan membagi selisih antara total aktiva dan total utang dengan jumlah saham yang beredar. Nilai likuidasi itu adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai sisa itu merupakan bagian para pemegang saham. Nilai likuidasi bisa dihitung dengan cara yang sama dengan menghitung nilai buku, yaitu berdasarkan neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan likuidasi.

Berdasarkan penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa konsep yang paling representative untuk menentukan nilai perusahaan adalah pendekatan konsep nilai intrinsik. Tetapi memperkirakan nilai intrinsik sangat sulit, sebab untuk menentukannya orang membutuhkan kemampuan mengidentifikasi variabel-variabel signifikan yang menentukan keuntungan suatu perusahaan. Variabel itu berbeda dari satu perusahaan ke perusahaan yang lain. Selain itu, penentuan nilai intrinsik juga memerlukan kemampuan memprediksi arah kecenderungan yang akan terjadi di kemudian hari. Karena itulah, maka nilai pasar digunakan dengan alasan kemudahan data juga didasarkan pada penilaian yang moderat.

III. KERANGKA KONSEPTUAL & HIPOTESIS

A. Kerangka Konseptual

Adapun kerangka konseptual dalam penelitian ini adalah dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

B. Hipotesis

Berdasar pada masalah pokok, hasil penelitian sebelumnya dasar teoritis, dan kerangka konseptual, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Struktur Kepemilikan Saham berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur.
2. Kebijakan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai Perusahaan manufaktur.
3. Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai Perusahaan manufaktur.
4. Secara simultan Struktur Kepemilikan Saham, Kebijakan pendanaan, Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai Perusahaan manufaktur.

IV. METODE PENELITIAN

A. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan industri manufaktur yang *go publik* dan terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2008, yaitu sebanyak 150 perusahaan. Perusahaan industri manufaktur yang dipilih sebagai sampel dalam penelitian ini adalah industri manufaktur yang dikelompokkan dalam 19 jenis industri.

B. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang ada di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data sekunder tersebut adalah meliputi:

1. Data laporan keuangan setiap perusahaan yang terpilih sebagai sampel, berupa data total aktiva tetap, total aktiva lancar, dividen, penjualan, total kewajiban, total ekuitas, laba, persediaan, EPS, biaya depresiasi, bunga dan jumlah saham yang beredar pada tahun 2004 dan 2007 yang akan diperoleh dari Indonesian Capital Market Direktory (ICMD) yang tersedia di Bursa Efek Indonesia.
2. Data harga penutupan saham sebagai dasar untuk menghitung nilai pasar, yang diperoleh dari harga penutupan saham pada akhir tahun 2004 sampai dengan 2008 yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory.

C. Defenisi Operasional

1. Variabel Dependen

Adapun yang menjadi variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan (NPH). Nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan formulasi yakni:

Tobin's Q (TBQ), yaitu nilai pasar dari perusahaan di bagi dengan *replacement cost* dari asset (Kallapur dan Trombley, 1999).

TBQ diukur dengan formulasi sebagai berikut:

$$[(\text{Jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}) + (\text{Total hutang} + \text{sediaan}) - \text{Jumlah aktiva lancar}]$$

$$\text{TBQ} = \frac{\text{Total Aktiva.}}{\text{Total Aktiva.}}$$

2. Variabel Independen

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian adalah kepemilikan saham, kebijakan pendanaan, dan kebijakan dividen. Kepemilikan saham terdiri dari kepemilikan saham institusional,

kepemilikan saham manajerial, dan kepemilikan saham publik.

a. Kepemilikan Saham Manajerial (KSM).

Variabel ini diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh pihak manajer (kepemilikan insider). *Managerial ownership* adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan, dalam hal ini adalah Direktur dan Komisaris (Itturiaga dan Sanz, 1998; Wahidahwati, 2002). Rumus yang digunakan adalah:

$$\text{Kepemilikan Saham} = \frac{\text{Total Saham Manajer}}{\text{Manajerial (KSM) Total saham Beredar}}$$

- #### b. Kebijakan Pendanaan (KBP).
- Variabel ini dikonfirmasi melalui variabel-variabel terukur, sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kallapur dan Trombley (1999), Smith dan Watts (1992), dan Untung Wahyudi (2006) yang terdiri dari Book Debt To Equity Ratio, Book Debt To Asset Ratio, Long Term Debt To Equity Ratio, dan Market Debt To Equity Ratio.

Dalam usulan penelitian ini peneliti memfokuskan analisisnya pada klaim keuangan jangka panjang yang digunakan untuk mendanai kesempatan investasi jangka panjang dengan pengembalian (*rate of return*) jangka panjang pula (Brigham dan Gapenski, 1999). Rumus yang digunakan adalah *Long Term Debt To Equity Ratio (LDE)*

$$\text{LDE} = \frac{\text{Total Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

c. Kebijakan Dividen (KBD).

Kebijakan dividen dikonfirmasi melalui *dividend payout ratio* dan *dividend yield* (Kallapur dan Trombley, 1999; Smith dan Watts, 1992; dan Imam Subekti, 2000). Pada penelitian ini peneliti menggunakan rasio *Dividend Payout Ratio (DPR)* dengan alasan bahwa rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas (Brigham dan Gapenski, 1999).

Rumus yang digunakan adalah:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham}}{\text{Laba Bersih Per Lembar Saham}}$$

D. Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan model analisis Regresi Berganda dengan SPSS versi 16, yaitu model persamaan Regresi linear yang digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Alasan digunakan Analisis Regresi Linear Berganda dalam penelitian ini adalah berdasarkan pertimbangan bahwa Regresi linear memberikan metode langsung berkaitan dengan hubungan parsial dan secara simultan sekaligus memberikan efisiensi analisis statistika.

Konstruksi dan dimensi-dimensi yang akan diteliti dari model teoritis dinyatakan dengan konstruksi model ekonometrika, karena variable yang

akan dioperasionalkan sudah ditentukan sebelumnya yakni TBQ_i sebagai dimensi dari nilai perusahaan, KSM_i sebagai Kepemilikan Saham, LDE_i sebagai kebijakan pendanaan dan DPR_i sebagai Kebijakan dividen. Berdasarkan bangunan model teoritis, maka persamaan modelnya adalah sebagai berikut:

$$TBQ_i = \beta_0 + \beta_1 KSM_i + \beta_2 LDE_i + \beta_3 DPR_i + \epsilon_i$$

Di mana:

β = Koefisien regresi linear berganda.

TBQ_i = Sebagai dimensi dari nilai perusahaan.

KSM_i = Sebagai kepemilikan saham.

LDE_i = Sebagai kebijakan pendanaan.

DPR_i = Sebagai kebijakan dividen.

ϵ_i = *Error term*

E. Uji Asumsi Klasik

Dalam regresi linear berganda, prinsip-prinsip yang mendasarinya tidaklah berbeda dengan prinsip-prinsip dalam regresi linear sederhana. Akan tetapi dalam regresi linear berganda akan dijumpai beberapa permasalahan, seperti Multikolinearitas, Heterokedastis (ditemukan juga dalam regresi linear sederhana), dan Otokorelasi.

1. Uji Multikolinearitas

Secara implisit, interpretasi model (persamaan regresi berganda) bergantung pada asumsi bahwa variabel-variabel bebas dalam persamaan tersebut tidak saling berkorelasi. Jika dalam model yang dibentuk terdapat korelasi antara variabel bebas, maka permasalahan multikolinearitas (hubungan yang linear) antara regresor akan muncul. Model regresi yang benar semestinya tidak mengandung unsur multikolinearitas (tidak ada korelasi antara variabel bebas), karena akan mengakibatkan interpretasi terhadap permasalahan yang ada menjadi tidak benar.

Untuk menguji ada tidaknya masalah multikolinearitas dalam permodelan tersebut dapat digunakan uji terhadap besaran korelasi antar variabel bebas. Adapun batasan-batasan yang digunakan dalam pengujian Multikolinearitas (Levin : 2002) adalah sebagai berikut:

- a. Jika korelasi lebih kecil dari 0,5, hubungan antara variabel bebas tersebut mempunyai korelasi yang lemah.
- b. Jika korelasi lebih besar dari 0,5, hubungan antara variabel bebas tersebut mempunyai korelasi yang kuat.

Uji multikolinearitas dilakukan guna menghindari sebagai berikut : (i) Variansi besar (dari taksiran OLS), (ii) Interval kepercayaan lebar (variansi besar standard error besar interval kepercayaan lebar), (iii) Uji-t (t rasio) tidak signifikan. Suatu variabel bebas yang signifikan baik secara substansi, maupun secara statistik jika dibuat regresi sederhana, bisa tidak signifikan karena variansi besar akibat kolinearitas. (iv) R^2 yang tinggi tetapi tidak banyak variabel yang signifikan dari uji-t, (v) Terkadang taksiran koefisien yang dihasilkan mempunyai nilai yang tidak sesuai dengan substansi, sehingga dapat menyesatkan interpretasi.

2. Uji Heterokedastisitas

Salah satu asumsi yang harus dipenuhi agar taksiran parameter dalam model bersifat BLUE (*Best*

Linear Unbiased Estimator) adalah variansi dari residunya sama dari setiap pengamatan. Suatu model yang memiliki variansi tetap untuk setiap pengamatan disebut Homoskedastis, sebaliknya jika variansi residu untuk setiap pengamatan tidak sama maka model tersebut mempunyai sifat heteroskedastis dan model regresi yang baik berdasarkan BLUE adalah model yang mempunyai sifat Homoskedastis. Karena bukti yang menunjukkan apakah suatu model regresi linear berganda bersifat heteroskedastis/homoskedastis, maka titik utama yang harus diuji adalah variansinya. Jika variansi residu konstan, maka model regresi linear berganda tersebut bersifat homoskedastis. Dengan kata lain, parameter-parameter yang telah ditaksir dalam model regresi linear berganda tersebut bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Begitu juga sebaliknya, jika variansi residu tidak konstan, maka model regresi linear berganda tersebut bersifat heteroskedastis (parameter-parameter taksirannya bersifat bias).

Adapun hipotesis yang digunakan untuk menguji ada tidaknya heteroskedastis (*White*, 1980b) adalah sebagai berikut :

$$H_0 : \text{var}(u_i) = \sigma^2 \text{ (konstan)}$$

Artinya variansi residu selalu konstan untuk setiap i.

$$H_1 : \text{var}(u_i) \neq \sigma^2 \text{ (tidak konstan)}$$

Artinya variansi residu selalu berubah-ubah untuk setiap i.

Tingkat kepercayaan yang diambil sebesar 90% ($\alpha = 10\%$).

Berdasarkan hipotesis tersebut diatas, H_0 ditolak jika nilai *Probability* dalam *White Heteroskedasticity Test* lebih kecil atau sama dengan 10%. Artinya model regresi linear berganda yang terbentuk bersifat heteroskedastis. Begitu juga sebaliknya, H_0 tidak ditolak jika nilai *Probability* dalam *White Heteroskedasticity Test* lebih besar dari 10%. Artinya model regresi linear berganda yang terbentuk bersifat homoskedastis, dengan kata lain taksiran parameter-parameter yang terbentuk bersifat BLUE.

3. Uji Otokorelasi

Salah satu asumsi yang harus dipenuhi agar taksiran parameter dalam model tersebut bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*) adalah tidak adanya korelasi antara residu satu dengan residu lainnya. Jadi otokorelasi adalah adanya korelasi antara variabel itu sendiri, pada pengamatan yang berbeda waktu atau individu. Cara yang digunakan untuk mendeteksi adanya otokorelasi dalam suatu model regresi linear berganda yaitu Uji *Durbin-Watson* (*Nachrowi*, 2002). Adapun batasan-batasan yang digunakan adalah sebagai berikut: (i) Angka d di bawah -2 berarti ada otokorelasi positif, (ii) Angka d diantara -2 sampai +2 berarti tidak ada otokorelasi, (iii) Angka d di atas +2 berarti ada otokorelasi.

V. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Perkembangan Pasar Modal Indonesia

Sejarah perkembangan ekonomi di hampir semua negara menunjukkan bahwa salah satu faktor kesuksesan pembangunan ekonomi suatu negara adalah adanya pasar modal (*capital market*) yang terorganisir dengan baik. Negara maju seperti

Amerika Serikat merupakan negara yang sangat sukses dalam pembangunan ekonomi karena negara tersebut mempunyai pasar modal yang sangat likuid, efisien, terpercaya dan wajar sehingga tidak hanya emiten domestik yang mencari dana di pasar modal Amerika, tetapi emiten luar negeripun juga berdatangan ke pasar modal Amerika (*New York Stock Exchange*) termasuk sebagian perusahaan-perusahaan dari Indonesia telah pula mencatatkan efeknya di *New York Stock Exchange*.

Pasar Modal Indonesia mengalami pasang surut sejak didirikannya oleh pemerintah Belanda pada tahun 1912 di Jakarta untuk menarik dana dari masyarakat dalam bentuk saham dan obligasi guna membiayai perusahaan perkebunan milik Belanda. Kemudian pada tahun 1925 didirikan Bursa Efek di Surabaya dan Semarang. Pertumbuhan Bursa Efek pada waktu itu cukup baik, namun dengan meletusnya perang dunia kegiatan kedua pasar modal tersebut akhirnya berhenti.

Setelah adanya kebijakan pemerintah untuk merangsang pertumbuhan ekonomi dan pasar modal (seperti Pakdes 24 tahun 1987, Pakto 17 tahun 1988 dan Pakdes 20 tahun 1988) yang pada pokoknya memberi kemudahan kepada calon emiten untuk go public dan kepada investor asing diperbolehkan membeli saham perusahaan yang go public, telah memberikan andil yang sangat berarti bagi perkembangan pasar modal yang sangat mengesankan sejak tahun 1988 sampai sekarang. Pada tahun 1988, jumlah emiten baru mencapai 24 perusahaan melonjak menjadi 238 pada tahun 1995, atau melaju dengan tingkat pertumbuhan dan bahkan pada akhir tahun 2002 telah mencapai 331 emiten. Jika dilihat dari jumlah kapitalisasi pasar terjadi peningkatan yang luar biasa yaitu dari Rp 0,5 triliun pada tahun 1988 meningkat menjadi Rp 152,25 triliun pada tahun 1995, atau meningkat dengan laju pertumbuhan 126,3% per tahun.

Adanya Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal lebih menjamin kepastian hukum kepada semua pelaku pasar modal untuk melakukan kegiatan di pasar modal. Disamping itu, dengan diperkenalkannya sistem baru dalam melakukan transaksi jual-beli sekuritas yang semula dengan sistem manual diganti dengan sistem perdagangan otomatis (JATS : The Jakarta Automated Trading System) telah terjadi peningkatan yang sangat besar baik dari sisi volume perdagangan, rata-rata nilai perdagangan dan jumlah transaksi.

Pada dasawarsa 1990-an, pasar keuangan internasional menunjukkan gejala yang *overrounding*, dan lembaganya menderita suatu penyakit yang disebut dengan *credit crunch*. Kedua hal ini mencirikan mahalanya tingkat bunga pinjaman di pasar internasional, dimana dunia usaha semakin sulit memperoleh pinjaman lunak di pasar internasional (Bank Dunia, IMF dan OECD). Memang terjadi *capital inflows* ke negara sedang berkembang, akan tetapi sebagian besar merupakan kredit komersial dan pinjaman jangka pendek.

Tabel 2. Perkembangan Nilai Assets, Hutang, Ekuitas, Penjualan, dan Laba pada 6 Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Tahun 2005– 2007 (Dalam Jutaan Rupiah)

Penciptaan Bursa Efek Jakarta yang efisien, likuid, terpercaya, transparan, dan wajar, maka telah dirancang program kerja yang ditujukan kepada semua stakeholder (semua pihak yang berkaitan dengan BEJ) dan perbaikan sistem perdagangan dan penyelesaian (*trading and settlement system*). Secara rinci program kerja BEJ meliputi peningkatan (1) kualitas anggota bursa, (2) pengetahuan pemodal, (3) kualitas emiten, (4) efisiensi sistem perdagangan, (5) hubungan dengan lembaga pemerintah, serta (6) kualitas manajemen BEJ.

Peningkatan kualitas anggota bursa melalui program pelatihan yang terarah, dukungan peningkatan pemasaran seperti informasi dan riset dasar serta dukungan tertib administrasi sudah diupayakan. Program pelatihan kepada anggota bursa sangat diperlukan agar dapat mensejajarkan kualitas anggota BEJ dengan kualitas anggota bursa negara lain. Pelatihan ini meliputi bidang-bidang JATS yang berkaitan erat dengan sistem perdagangan efek yang berlaku sekarang seperti pengenalan sistem transaksi, sistem administrasi nasabah atau sistem perdagangan yang akan diterapkan dimasa yang akan datang seperti margin trading, pinjam meminjam saham, dan produk derivatif. Di samping itu, BEJ telah menyediakan informasi yang dapat diakses setiap saat oleh para anggota bursa sehingga pialang dapat segera memperoleh informasi yang dapat diperlukan untuk analisa harga sekuritas. Sejauh ini sebagian besar anggota bursa adalah perusahaan kecil yang belum mempunyai divisi riset dan pengembangan sehingga perlu dibantu oleh BEJ dengan pemberian/penyediaan informasi tentang emiten, perkembangan pasar modal atau informasi lainnya yang berkaitan dengan pasar modal, sehingga pialang dapat mempunyai informasi dan data yang cukup untuk mengambil keputusan.

Peningkatan kualitas emiten dalam arti peningkatan kapitalisasi pasar, likuiditas efek dan peran emiten sebagai perusahaan publik antara lain melalui kegiatan penyuluhan, peningkatan penyebaran kepemilikan saham publik, serta peningkatan keterbukaan informasi dan penyebaran dengan cara memanfaatkan teknologi. Upaya menaikkan jumlah emiten ini dilakukan dengan penyebaran informasi tentang manfaat perolehan dana dari pasar modal. Di samping manfaat dari rendahnya biaya dana dibandingkan dengan pinjaman dari bank atau sumber lainnya, perusahaan juga memperoleh benefit lainnya seperti diversifikasi resiko, peningkatan citra perusahaan, peningkatan efisien, peningkatan profesionalisme pengelolaan perusahaan.

B. Perkembangan Variabel Penelitian

Pembahasan ini diperlihatkan perkembangan indikator dari variabel-variabel penelitian, baik yang dicapai secara keseluruhan oleh perusahaan go publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta maupun yang dicapai oleh 102 perusahaan manufaktur sebagai sampel penelitian. Adapun kondisi perusahaan sampelpenelitian pada tahun 2005 – 2007 dapat dilihat pada Tabel 2 berikut ini.

No	Keterangan	2005	2006	2007	Rata-Rata
1	Total Aktiva	25.367.374	25.944.457	28.852.781	26.721.537
2	Juml Ak. Lancar	9.646.741	9.597.423	12.019.711	10.421.292
3	Total Sediaan	2.953.762	3.254.356	3.868.815	3.358.978
4	Harga Penutupan	13.436	25.606	43.212	27.418
5	Total Hutang	8.293.816	9.010.665	9.568.446	8.957.642
6	Saham Beredar (EPS)	12.273	14.131	16.215	14.206
7	Total Ekuitas	12.150.263	13.347.270	16.147.523	13.881.685
8	Total Htg Jangka Panjang	1.271.121	2.199.109	1.738.407	1.736.212
9	Dividen Per Lembar Saham	2.899	3.976	4.150	3.675
10	Laba Bersih Per Lembar Saham	3.638	5.340	5.825	4.934

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2006 – 2008, diolah

Tabel 2 menunjukkan bahwa selama 3 tahun terakhir (2005 - 2007) nilai assets, hutang, ekuitas, laba operasi, dan laba bersih yang dicapai perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia mengalami peningkatan dari tahun sebelumnya, dimana nilai total assets adalah rata-rata sebesar Rp. 26.721.537 juta, total hutang sebesar Rp. 8.957.642 juta, ekuitas sebesar Rp. 13.881.685 juta, laba per lembar saham rata-rata sebesar Rp. 4.934 juta per tahun. Nampak pula bahwa sumber pendanaan yang berasal dari hutang rata-rata proporsinya lebih tinggi dibanding dengan sumber pendanaan yang berasal dari modal sendiri.

Tabel 3. Nilai olahan dari Variabel Penelitian pada 6 Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Tahun 2005–2007

N	EMITEN	TAHUN	KSM	LDE	DPR	TBQ
1	CTBN	2005	0,2769	0,013592	0,749728	62,217629
2		2006	0,2769	0,0328562	0,6859848	99,646018
3		2007	0,2769	0,0294923	0,6865889	197,96795
4	ESTI	2005	0,1361	0,2389183	0,2537313	0,2824982
5		2006	0,1361	0,2850524	0,2105263	0,3170545
6		2007	0,1361	0,1996149	0,3043478	0,3382274
7	INTP	2005	0,1303	0,0701875	0,2487562	-0,1620168
8		2006	0,1303	0,0424224	0,1863354	-0,0845512
9		2007	0,1303	0,0065182	0,1498127	-0,0897974
10	MYOR	2005	0,0011	0,0223458	0,4166667	0,686692
11		2006	0,0011	0,0206297	0,2868852	1,317261
12		2007	0,0011	0,0647073	0,2162162	1,308467
13	MLPL	2005	0,2773	0,044978	0,1764706	0,474325
14		2006	0,2773	0,0622542	0,0212766	0,4825541
15		2007	0,2773	0,0347516	0,1666667	0,2411293
16	UNTR	2005	0,0662	0,1801814	0,298103	0,782949
17		2006	0,0662	0,3853099	0,2607362	1,1877722
18		2007	0,0662	0,2611832	0,2862595	1,862768

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 2005 – 2007, diolah kembali

Tabel 3 dapat dijelaskan bahwa secara keseluruhan setiap indikator penelitian dibentang untuk 6 (emiten) perusahaan sehingga n sama dengan 18. Kepemilikan Saham yang didimensikan sebagai kepemilikan manajerial (KSM). Kebijakan pendanaan yang didimensikan sebagai *Long Term Debt To Equity Ratio* (LDE). Sedangkan variabel kebijakan dividen yang yang didimensikan sebagai dividen payout (DPR).

$$TBQ_i = \beta_0 + \beta_1 KSM_i + \beta_2 LDE_i + \beta_3 DPR_i + \epsilon_i$$

Tabel 4. Analisis of Varians (ANOVA) dan Koefisien Regresi berganda

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	32163.019	3	10721.006	11.299	.000 ^a
	Residual	13283.669	14	948.826		
	Total	45446.688	17			

a. Predictors: (Constant), CPR, LDE, KSM

b. Dependent Variable: TBQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF	
1	(Constant)	-55,230	20,147		-2,740	,016						
	KSM	145,187	77,221	,294	1,880	,081	,497	,449	,272	,854	1,170	
	LDE	-17,984	68,303	-,040	-,261	,798	-,290	-,070	-,033	,876	1,140	
	DPR	180,562	39,260	,998	4,599	,000	,787	,776	,665	,926	1,107	

a. Dependent Variable: TBQ

Sehingga bentuk persamaan menjadi :

$$TBQ_i = -55,230 + 145,187KSM_i - 17,984LDE_i + 180,562DPR_i + \epsilon_i$$

Persamaan tersebut menghasilkan konstanta (0) sebesar -55,230 yang berarti nilai perusahaan tanpa dipengaruhi variabel struktur kepemilikan saham, kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen.

Pada persamaan tersebut juga memberikan arti apabila variabel Struktur Kepemilikan Saham (KSM_i) ditingkatkan 1 (satu) kali, maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 145,187 diasumsikan bahwa variabel lainnya konstan.

Variabel Kebijakan Pendanaan (LDE_i) ditingkatkan 1 (satu) unit, maka akan menurunkan pendapatan sebesar -17,984 dengan asumsi bahwa variabel lainnya konstan.

Variabel Kebijakan Dividen (DPR_i) ditingkatkan 1 (satu) satuan, maka akan meningkatkan Nilai Perusahaan sebesar 180,562 dengan asumsi bahwa variabel lainnya konstan

1. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham (SKS) Terhadap Nilai Perusahaan (TBQ)

Variabel Struktur Kepemilikan Saham memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap pendapatan dengan koefisien regresi sebesar 145,187, dengan t hitung sebesar 1,880 pada tingkat signnifikan sebesar 0,081. Berarti bahwa hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa Struktur Kepemilikan Saham berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur adalah terbukti dengan tingkat signifikan sebesar 0,081 (8,1%) yang berada di bawah tingkat kepercayaan 0,10 (10%).

2. Pengaruh Variabel Kebijakan Pendanaan (LDE) Terhadap Nilai Perusahaan (TBQ)

Variabel Kebijakan pendanaan tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai Perusahaan manufaktur serta tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan manufaktur dengan koefisien regresi sebesar -17,984 dengan nilai t hitung sebesar -2,61 tingkat signnifikan sebesar 0,798. Berarti bahwa hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa Kebijakan pendanaan berpengaruh positif dan

signifikan terhadap nilai Perusahaan manufaktur adalah tidak terbukti dengan tingkat signifikan sebesar 0,798 (79,8%) yang berada di di atas tingkat kepercayaan 0,05 (5%).

3. Pengaruh Variabel Kebijakan Dividen (DPR) Terhadap Nilai Perusahaan (TBQ)

Variabel Kebijakan Dividen memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap pendapatan dengan koefisien regresi sebesar 180,562 dengan nilai t hitung sebesar 4,599 tingkat signnifikan sebesar ,000. Berarti bahwa hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa Kebijakan Dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai Perusahaan manufaktur adalah terbukti dengan tingkat signifikan sebesar 0,000 (0,0%) yang berada di bawah tingkat kepercayaan 0,10 (10%).

4. Pengaruh Simultan Kepemilikan Saham Manajerial (KSM), Long Term Debt to Equity (LDE) dan Dividen Payout Ratio(DPR) Terhadap Tobin'Q (TBQ)

Hasil analisis menunjukkan bahwa secara simultan Kepemilikan Saham Manajerial (dimensi dari Struktur Kepemilikan Saham), Long Term Debt to Equity (dimensi dari Kebijakan Pendanaan) dan Dividen Payout Ratio (dimensi dari Kebijakan Dividen) mempunyai pengaruh signifikan terhadap Tobin'Q (sebagai dimensi dari Nilai Perusahaan) dengan F hitung sebesar 11,29 dengan tingkat signifikan sebesar 0,000 (0,0%) yang berada di bawah tingkat kepercayaan yaitu 0,10 (10%). Dengan demikian bahwa hipotesis yang diajukan bahwa secara simultan Struktur Kepemilikan Saham, Kebijakan pendanaan, Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai Perusahaan manufaktur terbukti.

C. Pembahasan

Berdasarkan kerangka teoritis, hipotesis, hasil penelitian dan pengujiannya seperti yang telah diuraikan pada sub bab sebelumnya, maka pada sub bab ini diuraikan pembahasan dan penalaran

mengenai (1) Pengaruh struktur kepemilikan Saham terhadap nilai perusahaan; (2) Pengaruh kebijakan pendanaan terhadap nilai perusahaan; dan (3) Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

1. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Nilai Perusahaan

Teori menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Tabel-4 menunjukkan bahwa nilai koefisien β_1 sebesar 145,187 dan nilai p-value sebesar 0,081. Dengan demikian, hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan saham berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan adalah diterima. Hasil penelitian ini dapat dijelaskan bahwa besar kecilnya proporsi kepemilikan saham berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, khususnya perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Keadaan ini berarti bahwa secara empiris sudah mulai ada pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan, walaupun manajemen perusahaan masih merupakan kepanjangan tangan dari pemegang saham mayoritas yang masih dikendalikan dari kalangan keluarga melalui institusi yang berbadan hukum Perseroan Terbatas (PT) atau dengan membentuk perusahaan induk (holding company).

Penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Muslimin (2006), Untung Wahyudi dan Hartini (2006), Syahwil (2007), dan Tendi Haruman (2008). Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini juga mendukung pernyataan Jensen dan Meckling (1976). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa salah satu cara untuk mengurangi agency cost adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (outsider ownership), sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Pernyataan tersebut menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah dirinya sendiri.

Secara umum dapat dijelaskan bahwa dengan meningkatnya komposisi kepemilikan saham oleh manajer akan direspon positif oleh investor.

Temuan ini terkait dengan karakteristik unik dari struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan publik di Indonesia. Karakteristik unik tersebut terutama terkait dengan outsider's holding sebagian besar didominasi oleh institusi holding yang dalam kenyataannya terdiri dari perusahaan-perusahaan holding company yang saling berafiliasi bahkan para pemegang saham dari perusahaan-perusahaan holding company tersebut masih memiliki hubungan keluarga bahkan dengan pihak manajemen perusahaan.

Dengan struktur kepemilikan oleh pihak luar perusahaan yang demikian menunjukkan bahwa mayoritas kepemilikan luar didominasi oleh pihak-pihak yang tidak independen (berafiliasi satu sama lain). Akibat dari fenomena ini, institusi (perusahaan/lembaga) pemegang saham yang merefleksikan pemegang saham luar, tidak memiliki arti yang signifikan, dalam arti walaupun mereka sangat dominan namun karena mereka independen satu sama lain termasuk dengan manajemen, maka pada hakekatnya mereka satu.

2. Pengaruh Kebijakan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian dalam penelitian sesuai dengan prediksi hipotesis (H2), yang memprediksi kebijakan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Arah koefisien path negatif dalam penelitian ini menunjukkan bahwa peningkatan hutang perusahaan akan mengurangi nilai perusahaan.

Penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Muslimin (2006), Untung Wahyudi dan Hartini (2006), Syahwil (2007), dan Tendi Haruman (2008). Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa peranan leverage pada perusahaan manufaktur belum atau tidak membantu dalam monitoring tindakan dan perilaku manajer sehingga menaikkan nilai perusahaan dan mengurangi konflik keagenan. Hasil penelitian ini menunjukkan hutang (financial leverage) yang tinggi pada perusahaan manufaktur yang go publik di Indonesia mengakibatkan biaya modal tinggi yang berarti perusahaan harus berusaha memperoleh tambahan earning before interest tax (EBIT) yang lebih tinggi daripada biaya tetapnya. Penggunaan financial leverage yang tinggi ini mengakibatkan risiko finansial juga meningkat. Semakin tinggi degree financial leverage (DFL) maka makin tinggi risiko finansialnya (financial risk) menyebabkan nilai perusahaan menurun.

Temuan ini juga sesuai dengan penjelasan Modigliani dan Miller (MM) pada tahun 1963 (Brigham, 1999) bahwa bila ada pajak penghasilan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Namun demikian, pendapat Modigliani dan Miller tersebut belum mempertimbangkan financial distress dan agency cost. Model trade off tersebut menjelaskan bahwa perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibanding dengan perusahaan yang membayar pajak yang rendah. Brigham et al. (1999) mengenai trade-off theory atau balancing theory menyatakan bahwa biaya utang mengurangi penghasilan yang terkena pajak sehingga lebih rendah dibandingkan biaya saham biasa, namun peningkatan utang meningkatkan risiko kebangkrutan, sehingga bondholder akan menentukan tingkat bunga lebih tinggi sebagai kompensasi risiko. Struktur modal optimal pada titik yang mencerminkan trade-off antara pemanfaatan utang dengan risiko kebangkrutan. Ini berarti bahwa semakin besar penggunaan hutang, semakin besar keuntungan dari penggunaan hutang, tetapi PV biaya financial distress dan PV agency cost juga meningkat, bahkan lebih besar, sehingga penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan biaya financial distress dan agency problem.

Berdasarkan uraian di atas, maka perusahaan manufaktur yang go publik di Indonesia perlu menyesuaikan kebutuhan dana dan jumlah pendanaan yang bersumber dari hutang perusahaan agar peranan leverage turut membantu dalam monitoring tindakan dan perilaku manajer sehingga menaikkan nilai perusahaan dan mengurangi konflik keagenan. Jumlah hutang dalam suatu perusahaan bermanfaat meningkatkan kinerja keuangan apabila return lebih besar dari weighted average cost of capital.

3. Pengaruh Keputusan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Secara teori menunjukkan bahwa keputusan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai koefisien 3 sebesar 180,562 dengan nilai signifikansi 0,000. Nilai koefisien path menunjukkan searah dengan yang dihipotesiskan.

Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian Muslimin (2006), Untung Wahyudi dan Hartini (2006), Syahwil (2007), dan Tendi Haruman (2008). Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian ini menunjukkan bahwa

kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian yang positif, menunjukkan bahwa kebijakan dividen masih tetap harus dipertimbangkan (direspon) oleh investor dalam membeli saham perusahaan manufaktur yang go publik di Indonesia. Ini dikarenakan dalam membeli saham suatu perusahaan investor selain melihat dari dividen yang dibagikan, tetapi juga profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan juga merupakan faktor yang sangat menentukan.

Hasil penelitian ini juga mendukung hipotesis kebijakan dividen relevan yang menyatakan bahwa dividen yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan, dan hasil ini sejalan dengan Gordon (1962) dalam Brigham dan Gapenski, (1999) tentang bird in the hand theory, bahwa pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi dibandingkan capital gain. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori kebijakan dividen yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1961) yang berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan yang berarti bahwa tidak ada kebijakan dividen yang optimal, karena kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan maupun biaya modal.

D. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih mempunyai beberapa keterbatasan yang kemungkinan dapat melemahkan hasilnya. Keterbatasan tersebut antara lain sebagai berikut:

1. Sampel yang digunakan hanya terbatas pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia yang mempublikasikan laporan keuangan pada periode yang berakhir tahun 2005 – 2007.
2. Penelitian ini hanya mengambil sampel pada industri manufaktur, sehingga hasil penelitian ini sulit untuk digeneralisasikan untuk semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Sebagian besar perusahaan manufaktur enggan melaporkan dividen payout atau hanya 4.61 % dari 130 emiten (perusahaan) melaporkan.

VI. SIMPULAN DAN SARAN

A. Simpulan

1. Struktur kepemilikan saham berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keadaan ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan saham akan berpengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan.
2. Kebijakan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan akan tetapi tidak signifikan.
3. Hal ini berarti bahwa peranan *leverage* tidak terlalu membantu dalam monitoring tindakan dan perilaku manajer sehingga menaikkan

nilai perusahaan akan tetapi mengurangi konflik keagenan. Hasil penelitian ini menunjukkan hutang (*financial leverage*) yang tinggi pada perusahaan manufaktur yang *go publik* di Indonesia mengakibatkan biaya modal tinggi yang berarti perusahaan harus berusaha memperoleh tambahan *earning before interest tax* (EBIT) yang lebih tinggi pula daripada biaya tetapnya akan tetapi perlu kehati-hatian. Penggunaan *financial leverage* yang tinggi ini mengakibatkan *risiko finansial* juga meningkat. Semakin tinggi *degree financial leverage* (DFL) maka makin tinggi risiko finansialnya (*financial risk*) menyebabkan nilai perusahaan menurun.

4. Keputusan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat dipertimbangkan (harus direspon) oleh investor dalam membeli saham perusahaan manufaktur yang *go publik* di Indonesia. Ini dikarenakan dalam membeli saham suatu perusahaan investor termotivasi oleh dividen yang dibagikan, tetapi juga karena profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan juga merupakan faktor yang sangat menentukan.

B. Saran-saran

Pada akhir laporan penelitian ini, dikemukakan beberapa saran sebagai berikut:

1. Dalam struktur kepemilikan saham perusahaan dibutuhkan kepemilikan mayoritas yang independen dengan manajemen sesuai dengan peraturan yang ada, sehingga aktivitas manajemen dalam meningkatkan nilai perusahaan yang merupakan kesejahteraan pemegang saham dapat tercapai.
2. Untuk menghindari praktek-praktek yang tidak sehat yang merugikan pemegang saham minoritas, maka konsentrasi penguasaan saham oleh kalangan keluarga tertentu perlu dihindari.
3. Hal tersebut dapat dilakukan diantaranya melalui perluasan penyebaran kepemilikan saham, baik melalui pasar modal, *joint stock*, dana pensiun, atau melalui program *employeeed and management stock option*. Dengan demikian bisa terjadi dispersi kepemilikan yang menyebar dengan perluasan pemegang saham kecil-kecil baik melalui individu-individu, yayasan, koperasi, dana pensiun, ataupun badan-badan lain.
4. Hutang perusahaan yang besar menyebabkan *financial distress* dan *agency cost* lebih besar

dibandingkan dengan penghematan pajak dari beban bunga utang, sehingga nilai perusahaan menjadi rendah.

5. Oleh karena itu perusahaan manufaktur di Indonesia diharapkan tetap memperhatikan risiko sedapat mungkin berusaha dengan kemandirian. Proporsi pendana-an dari hutang dapat dihindari sehingga mengurangi *financial distress* dan *agency cost*.
6. Kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan *go publik* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia umumnya direspon secara positif oleh investor publik, yang menyebabkan nilai perusahaan mengalami peningkatan.
7. Meskipun demikian masih ada gejala mencerminkan asimetri informasi pasar modal di Indonesia. Oleh karena itu disarankan agar perusahaan lebih mengutamakan transparansi dan akuntabilitas yang tinggi terhadap pemegang saham lainnya (publik). Transparansi dan akuntabilitas perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan pula kepercayaan para pelaku pasar utamanya investor, sehingga mereka dalam melakukan transaksi saham perusahaan di Bursa Efek Indonesia akan lebih banyak bersifat jangka panjang.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A, and G.Mandelker (1987) “*Managerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decision*” *Journal of Finance*, 42,823,-837
- Ang, J.S, Cole dan J Wuh Lin, (2000). “*Agency Cost and Ownership Structure*”, the *Journal of Finance*, vol LV, pp 81-106
- Baskin, Jonathan, (1989). “*An Emperical Investigation of the Pecking Order Theory Hypothesis*”, *Financial Management*. Spring.
- Brigham, Eugene F. Louis C Gapenski., and Philips R. Daves (1999) “*Intermediate Financial Manajement*”, Sixth Edition, The Dryden Press, harcourt Brace College Publisher.
- Donaldson, Gordon, (1961), “*Corporate Debt Capacity : A Study Of Corporate Debt Policy and Determination of Corporate Debt Capacity*”, Division of Research, Harvard Graduate School of Bussiness Administration, Boston.
- Foster, George (1986) “*Finacial Statement Analysis*”, New Jersey: Prentice –hall Englewood Cliffs.
- Gaver, Jennifer J, dan Kenneth M Gaver, (1993). *Compensation Policy and The Investment*

- Opportunity Set*, Financial Management, 24, hal. 19-32
- Hartono, Jogiyanto, (1998), "*Teori Portofolio dan Analisis investasi*", Edisi pertama, BPFE, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Imam Subekti dan Indra W. Kusuma, (2000), "*Assosiasi Antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, Serta Implikasinya Pada Perubahan Harga Saham*", SNA IV, IAI, hal. 820-845.
- Itturiaga, F. J. L. and Sanz J. A. R., (1998), "*Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Spanish Firms Simultaneous Equations Analysis*", Working Paper; Universidad De Valladolid, 1-32
- Jensen, M., and Mecling, (1976), "*Theory of The Firm : Managerial Behavior agency, and Ownership Structure*", journal of Financial Economies, 305-360.
- Kale, J.R, dan T.H.Noë, (1990), "*Dividend, Uncertainty, and Underwriter Cost under Asymmetric Information*", Journal of financial Research, 13, 265-277.
- Kallapur, Sanjay, and Mark A. Trombley, (1999), "*The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Broth*", Journal of Business and Accounting; 26, April/May, pp. 505-519
- Keown, arthur J., David F. Scott, Jr., john D.Martin, and William petty., (1996), "*Basic Financial Management*, 7 Edition, Prentice-Hall, inc.
- Klien P.Daniel.,Belt, Brian.,(1995). "*Sustainable Growth and Choice of Financing : A test of The Pecking Order Hypothesis*", Review of Financial Economics.
- Levin, Richard & Rubin, David, (1998), *Statistics For Managements*, Prentice Hall Internatinal Inc,
- Mehran., H.(1992). "*Executive Incentive Plants, Corporate Control and Capital Structure*", Journal of Finance and Quantitative Analysis, 27,539-560.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry., and J.N Rimbey, (1998), "*The impact of Ownership structure on Corporate debt policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis*", Financial Review, August, vol. 33, 85-99.
- Muslimin, (2006). "*Pengaruh Struktur Kepemilikan, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Pendanaan, dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan*", Disertasi, Program Pascasarjana, Universitas Brawijaya, Malang.
- Setyowati, Eni, (2000), "*Efek Sysyimatic Risk (Beata), Growth, Agency Cost, dan Transaction Cost terhadap Divident Payout Ratio pada Industri barang Konsumsi yang Go Paublik di BEJ*", Thesis S-2 Pascasarjana Studi manajemen, Universitas Brawijaya, Malang
- Schooley, D.K, dan L.D. Barney, (1994), "*Using Divident Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Cost*", the Journal of Finacial Research , vol XVII, No.3, pp.363-373
- Solomo, Ezra , and Jhon J.Pringle, 1980), "*Indtroduction To Finacial management*" Private Limited, Prentice-Hal of India, New Delhi.
- Sudarma, Made, (2004), "*Pengaruh Structure Kepemilikan saham, faktor Intern dan faktor Ekstern Terhadap Structur Modal dan Nilai Perusahaan*", Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang. Disertasi
- Tangkilisan, Hessel Nogi. S, (2003), "*Manajement Keuangan Bagi Analisis Kredit Perbankan (mengelola Kredit Berbasis Good Corporate Governance)*", Penerbit Balairung & Co Yogyakarta.
- Wahidahwati, Januari., (2002), "*Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency*", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1, Ikatan Akuntan Indonesia-Kompartemen Akuntan Pendidik, Yogyakarta.