

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN KEUANGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012)

Stephani Novitasari Christianingsih Kaluti, Agus Purwanto¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aimed to examine the effect of ownership structure and financial policy on firm value. Firm value measured by the Price to Book Value, using data companies listed on Stock Exchanges in Indonesia.

The population in this study is companies listed on Stock Exchanges in Indonesia. Samples were selected using purposive sampling method. The analysis used is multiple regression analysis. Before being tested with multiple regression first tested the classical assumptions.

Results showed that together the independent variables of institutional ownership, managerial ownership, debt policy, dividend policy, and investment policy affects the dependent variable firm value. Whereas individually, variable dividend policy and institutional ownership and a significant positive effect on firm value. Investment policy significant negative effect on firm value. While managerial ownership variables and debt policy does not significantly affect the firm value.

Keywords: Institutional Ownership, Managerial Ownership, Debt Policy, Dividend Policy, Investment Policy, firm value.

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik perusahaan dan para pemegang saham. Hal ini sesuai dengan pernyataan Salvatore (2005) bahwa tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan *go public* tercermin dari harga saham perusahaan pada pasar modal. Bila harga saham meningkat berarti nilai perusahaan meningkat (Soliha dan Taswan, 2002).

Struktur kepemilikan mempengaruhi nilai perusahaan. Wahyudi dan Pawestri (2006) menyatakan bahwa struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Ada dua hal penting yang dipertimbangkan dalam hal pengaruhnya struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan yaitu (1) konsentrasi kepemilikan perusahaan oleh pihak luar (*outsider ownership concentration*) dan (2) kepemilikan perusahaan oleh manajer perusahaan itu sendiri (*manager ownership*) (Nuraeni, 2010). Sukirni (2012) menyatakan bahwa peningkatan nilai perusahaan akan tercapai apabila terdapat kerja sama antara manajemen perusahaan yang diwakili oleh manajer dengan pihak lain seperti pemegang saham dalam pengambilan kebijakan – kebijakan keuangan. Namun pengambilan

¹ Penulis penanggung jawab

keputusan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan sangat dekat dengan konflik keagenan, yaitu adanya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Untuk meminimalkan konflik keagenan (*agency conflict*) antara manajer dan pemegang saham maka dibutuhkan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan pihak-pihak terkait (Wahidahwati, 2002). Kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial merupakan dua struktur kepemilikan yang dirasa mampu mengendalikan konflik keagenan. Investor institusional sebagai pemilik saham yang besar memiliki peranan sebagai institusional agen yang mana akan mendorong pengawasan yang lebih optimal pada kinerja manajemen (Wahidahwati, 2002). Sedangkan dengan peningkatan proporsi saham manajer maka akan menurunkan perilaku oportunistis manajer.

Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan manajemen keuangan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Menurut Hasnawati (2005), manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan tersebut saling berkaitan dan setiap keputusan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya serta kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran kekayaan pemegang saham (Hasnawati, 2005).

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Setiap pengambilan keputusan keuangan yang terdiri kebijakan pendanaan, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi akan berdampak terhadap nilai perusahaan.

Dalam memutuskan kebijakan keuangan yang tepat dan sesuai, manajer perlu pengawasan. Sesuai dengan *agency theory*, pengawasan dapat dilakukan dengan adanya kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial. Keberadaan investor institusional dalam perusahaan mampu mengatasi konflik keagenan, karena dianggap mampu menjadi alat monitoring yang efektif bagi manajemen. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham dalam suatu perusahaan, maka pengawasan yang dilaksanakan oleh pemilik akan semakin efektif sebab manajemen akan semakin berhati-hati (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

Dalam hubungan kebijakan keuangan terhadap nilai perusahaan tidak terlepas dari *trade off theory* dan *signalling theory*. *Trade off theory* menjelaskan perbandingan manfaat dan biaya atau keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan utang. Sedangkan *signalling theory* menjelaskan bahwa bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa mendatang dan juga pembayaran dividen akan meningkatkan apresiasi pasar terhadap saham perusahaan yang bersangkutan, dengan demikian pembayaran dividen juga berimplikasi positif pada nilai perusahaan (Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011).

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai perusahaan

Sesuai dengan *agency theory*, adanya kepemilikan institusional mampu mengatasi konflik keagenan karena kinerja manajer dapat dimonitoring dengan efektif. Kepemilikan institusional memberikan pengawasan terhadap kinerja manajemen khususnya dalam hal penggunaan dana perusahaan. Semakin besar kepemilikan institusional maka penggunaan dana perusahaan akan semakin efisien dan mencegah terjadinya pemborosan yang dilakukan oleh manajer. Hal itu berarti bahwa nilai perusahaan juga meningkat. Elok

(2008) juga menemukan hasil bahwa terdapat pengaruh yang kuat antara kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah :

H1: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Menurut *agency theory*, *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari 100%. Manajer cenderung akan menggunakan dana perusahaan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik. Namun akan berbeda jika manajer juga ikut memiliki saham dalam perusahaan. Dengan semakin besarnya proporsi saham yang dimiliki oleh manajer, maka manajer akan berhati-hati dalam menentukan kebijakan keuangan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Sujoko dan Soebiantoro (2007) juga menyatakan bahwa kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan, karena mereka juga memiliki perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan. Ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menemukan hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah :

H2: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan

Trade off theory mengatakan sebelum mencapai titik maksimum, utang akan lebih murah dibandingkan dengan penjualan saham karena adanya manfaat pajak. Hal ini berkaitan dengan adanya keuntungan dari pengurangan pajak karena adanya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan utang, sehingga mengurangi penghasilan kena pajak. Oleh karena itu semakin tinggi utang, maka semakin tinggi nilai perusahaan (Mutamimah, 2003). Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) yang memberikan hasil dimana kebijakan utang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah :

H3: Kebijakan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen menyangkut keputusan perusahaan tentang penggunaan laba, apakah akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Sesuai dengan *signalling theory*, perusahaan yang membayarkan dividen kepada para pemegang saham akan memberikan sinyal positif kepada pasar bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dimasa yang akan datang, yang akhirnya dapat menarik investor dan ini berdampak positif karena dapat meningkatkan harga saham.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Fenandar (2012) yang menemukan hasil bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah :

H4: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kebijakan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Hasnawati (2005) menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25% sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain. Dengan adanya pengeluaran untuk investasi akan memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga sebagai indikator nilai perusahaan (Hasnawati, 2005). Hal ini sejalan dengan *signalling theory*.

Hasil penelitian ini juga didukung oleh Fenandar (2012) yang menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah :

H5: Kebijakan investasi Berpengaruh Positif Terhadap Nilai Perusahaan

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

1. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai pasar karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat (Hasnawati, 2005). Nilai perusahaan dalam penelitian ini diprosikan dengan *price to book value* (PBV) yang diukur dengan membandingkan harga pasar saham akhir tahun dengan nilai buku perusahaan. Dalam hal ini satuan nilai perusahaan dinyatakan dengan per lembar saham. Rumusnya : (Brigham dan Houston, 2006)

$$PBV = \frac{PS}{BVS}$$

Keterangan :

PS : Harga Pasar Saham

BVS : Nilai Buku Per Lembar Saham

2. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh institusi. Dalam penelitian ini diberi simbol KPI dan diukur dengan membagi jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dengan jumlah saham beredar akhir tahun (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Variabel kepemilikan institusional diukur sebagai berikut :

$$KPI = \frac{\text{Jumlah saham institusional}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}}$$

3. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham manajer yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Dalam penelitian ini variabel kepemilikan manajerial disimbolkan dengan KPM dan diukur dengan membagi jumlah saham yang dimiliki manajer dengan jumlah saham yang beredar akhir tahun (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Variabel kepemilikan manajerial dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$KPM = \frac{\text{Jumlah saham manajer}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}}$$

4. Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan kebijakan pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan. *Proxy* dalam penelitian ini adalah *debt to equity ratio* (DER) yang merupakan rasio antara utang terhadap *equity*. Dapat dirumuskan sebagai berikut: (Brigham dan Houston, 2006)

$$DER = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total ekuitas akhir tahun}}$$

5. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai berapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen sebagai ganti dari investasi yang ditanamkan dan berapa banyak yang dipertahankan untuk investasi kembali didalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Kebijakan dividen dalam penelitian ini diproksikan dengan *dividend payout ratio* (DPR). *Dividend payout ratio* (DPR) ini merupakan rasio pembayaran dividen per saham terhadap laba per saham. Menurut (Brigham dan Houston, 2006) *dividend payout ratio* (DPR) dihitung dengan :

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

Keterangan :

DPR = *dividend payout ratio*

DPS = *dividend per share*.

EPS = *earning per share*

6. Kebijakan Investasi

Kebijakan investasi adalah keputusan yang menyangkut pengalokasian dana yang berasal dari dalam maupun dana yang berasal dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi (Purnamasari dkk, 2009). Kebijakan investasi dalam penelitian ini diproksikan dengan PER (*Price Earning Ratio*), dimana PER menunjukkan perbandingan antara *closing price* dengan laba per lembar saham (*earning per share*). PER dirumuskan dengan : (Wahyudi dan Pawestri, 2006)

$$PER = \frac{\text{Harga saham}}{EPS}$$

Keterangan :

PER = *Price Earning Ratio*

EPS = *Earning Per Share*

Penentuan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2012. Sampel penelitian diambil dari populasi dengan metode *purposive sampling* dengan beberapa kriteria yang harus dipenuhi sebagai berikut:

1. Perusahaan sampel merupakan perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di BEI periode 2010-2012.
2. Perusahaan sampel yang menyajikan laporan keuangan selama periode tahun 2010-2012.
3. Perusahaan sampel memiliki proporsi kepemilikan institusional selama periode 2010-2012.
4. perusahaan sampel memiliki proporsi kepemilikan saham oleh para manajernya selama periode 2010-2012.
5. Perusahaan sampel selama periode tahun 2010-2012 selalu membagikan dividennya.

6. Selama periode 2010-2012 mempunyai laba positif.

Metode Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah statistik deskriptif, uji asumsi klasik dan uji hipotesis. Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, maksimum, minimum (Ghozali, 2011). Sedang uji asumsi klasik terdiri dari uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heterokedastisitas. Pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi berganda yang terdiri dari koefisien determinasi, Uji Signifikan Simultan (Uji Statistik f), dan Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t).

Hubungan antar variabel dapat digambarkan dengan persamaan sebagai berikut :

$$PBV = \alpha + \beta_1KPI + \beta_2KPM + \beta_3DER + \beta_4DPR + \beta_5PER + \varepsilon$$

Dimana:

PBV = Nilai Perusahaan

KPI = Kepemilikan Institusional

KPM = Kepemilikan Manajerial

DER = Kebijakan Utang

DPR = Kebijakan Dividen

PER = Kebijakan Investasi

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = Koefisien Regresi

α = Konstanta

ε = Error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Obyek dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 hingga 2012 yang berjumlah 420 perusahaan. Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya, diperoleh sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 105 perusahaan.

Deskripsi Variabel

Tabel 1
Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kepemilikan Institusional	.123	.965	.69170	.189043
Kepemilikan Manajerial	.00	.28	.0282	.06717
Kebijakan Utang	.10	9.57	1.3126	1.73122
Kebijakan Dividen	.02	3.33	.5099	.54943
Kebijakan Investasi	.02	92.88	5.4543	14.29699
Nilai Perusahaan	.14	40.09	2.9866	5.85730

Sumber: data sekunder yang diolah (2014)

Rata-rata proporsi saham yang dimiliki institusi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012 adalah 0,69170. Rata-rata proporsi saham yang dimiliki manajer pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012 adalah 0,0282. Rata-rata kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012 adalah 1,3126. Rata-rata kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012 adalah 0,5099. Rata-rata kebijakan investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012 adalah 5,4543. Rata-rata nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012 adalah 2,9866. Nilai perusahaan yang lebih dari 1 berarti *overvalued*, yang berarti bahwa nilai pasar saham lebih tinggi dibandingkan dengan nilai bukunya.

Pembahasan Hasil Penelitian

1. Uji Data

Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini telah lolos uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heterokedastisitas.

2. Uji Hipotesis

a. Koefisien Determinasi

Tabel 2
Uji Koefisien Determinasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.608 ^a	.369	.337	.35385

Sumber: data sekunder yang diolah (2014)

Pada tabel diatas dapat dilihat bahwa besarnya nilai adjusted R adalah 0.337. Hal ini berarti bahwa sebesar 33,7% nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan utang, kebijakan dividen dan kebijakan investasi, sedangkan sisanya sebesar 66,3% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

b. Uji Pengaruh Simultan (Uji Statistik F)

Tabel 3
Uji Statistik F

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.258	5	1.452	11.594	.000 ^a
	Residual	12.396	99	.125		
	Total	19.655	104			

Sumber: data sekunder yang diolah (2014)

Dari hasil pengujian statistik F, didapat nilai f sebesar 11,594 dengan signifikansi sebesar 0.000. Karena probabilitas lebih kecil dari 0,05 maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi nilai perusahaan. Dengan demikian variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan utang, kebijakan dividen dan kebijakan investasi bersama sama mempengaruhi nilai perusahaan.

c. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik T)

Tabel 4.10
Uji Statistik T

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.028	.160		-.177	.860		
KPI	.536	.193	.233	2.787	.006	.909	1.100
LGKPM	.035	.051	.059	.694	.489	.882	1.134
SQDER	-.048	.067	-.058	-.712	.478	.957	1.045
SQ_DPR	.240	.116	.175	2.061	.042	.887	1.127
SQPER	-.147	.021	-.580	-6.961	.000	.918	1.089

Sumber: data sekunder yang diolah (2014)

1. Variabel kepemilikan institusional memiliki nilai probabilitas signifikansi 0,006. Dengan nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan arah hubungan yang positif ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian **Hipotesis 1 (H1) Diterima**.
2. Variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai probabilitas signifikansi 0,489. Dengan nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian **Hipotesis 2 (H2) Ditolak**.
3. Variabel kebijakan utang memiliki nilai probabilitas signifikansi 0,478. Dengan nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 dapat disimpulkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian **Hipotesis 3 (H3) Ditolak**.
4. Variabel kebijakan dividen memiliki nilai signifikansi 0,042. Dengan nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan arah hubungan yang positif ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian **Hipotesis 4 (H4) Diterima**.
5. Variabel kebijakan investasi memiliki nilai probabilitas signifikansi 0,000. Dengan nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 dapat disimpulkan bahwa kebijakan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan arah hubungan yang

negatif ini menunjukkan bahwa kebijakan investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian **Hipotesis 5 (H5) Ditolak**.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini dibuktikan dengan nilai t hitung sebesar 2,787 dengan probabilitas signifikansi 0,006. Ini berarti semakin besar proporsi kepemilikan saham oleh institusi maka akan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa investor institusional mampu menjadi alat monitoring yang efektif bagi manajemen sehingga manajemen dapat meningkatkan kinerjanya dan berusaha untuk memaksimalkan keuntungan guna meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan *agency theory* yang menyatakan bahwa *agency conflict* dapat diminimalkan dengan adanya suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham. Yaitu yang salah satunya dengan kepemilikan institusional.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Elok (2008) yang menemukan hasil bahwa terdapat pengaruh yang kuat antara kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Namun demikian hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menemukan hasil bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dan Sujoko dan Soebiantoro (2007) juga menemukan hasil bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini ditunjukkan dengan probabilitas signifikansi 0,489. Ini berarti bahwa kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan *agency theory*, yang menyatakan bahwa *agency cost* dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen.

Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menemukan hasil bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun demikian tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) dan Sofyaningsih dan Hardiningsih (2010) yang menemukan hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini dibuktikan dengan nilai probabilitas signifikansi 0,478. Ini karena investor tidak peduli dengan besar kecilnya utang yang dimiliki perusahaan, investor hanya peduli bagaimana manajemen perusahaan menggunakan dana tersebut dengan efektif dan efisien untuk mencapai nilai tambah bagi perusahaan (Fenandar, 2012). Hal ini tidak sesuai dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa sebelum mencapai titik maksimum, utang lebih murah jika dibandingkan dengan penjualan saham yang menyebabkan semakin tinggi utang maka akan semakin tinggi nilai perusahaan.

Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) dan Fenandar (2012). Namun demikian tidak sesuai dengan Wahyudi dan Pawestri (2006) yang memberikan hasil dimana kebijakan utang berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini dibuktikan dengan nilai probabilitas signifikansi 0,042. Ini menunjukkan semakin besar jumlah dividen yang dibagikan maka akan semakin tinggi pula nilai perusahaan.

Sesuai dengan *signalling theory*, Perusahaan yang membagikan dividen akan memberikan sinyal positif kepada pasar dan semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham maka penilaian terhadap perusahaan juga semakin baik, yang biasanya dapat tercermin dari meningkatnya harga saham perusahaan sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Seperti yang dikatakan dalam *agency theory*, pembayaran dividen dapat pula digunakan untuk mengurangi *agency cost*.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Fenandar (2012). namun ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menunjukkan hasil bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ditunjukkan dengan nilai probabilitas signifikansi 0,000. Ini menunjukkan bahwa semakin besar investasi yang dilakukan perusahaan maka akan menurunkan nilai perusahaan. Dengan adanya pengeluaran untuk investasi maka dibutuhkan dana yang besar sehingga perusahaan harus melakukan pinjaman yang meningkatkan risiko kebangkrutan dan harus menanggung biaya bunga yang akhirnya menurunkan nilai perusahaan.

Hasil ini tidak sesuai dengan *signalling theory*. *Signalling theory* menyatakan dengan adanya pengeluaran untuk investasi, maka akan memberikan sinyal positif terhadap pasar dimasa mendatang sehingga dapat meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan.

Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Wahyudi dan Pramesti (2006). Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Hasnawati (2005) yang menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25% sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Penelitian ini menganalisis pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen dan kebijakan investasi terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010 hingga 2012. Berdasarkan analisis yang telah dilakukan terhadap hipotesis dalam penelitian ini, maka dapat disimpulkan bahwa sebesar 33,7% nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan utang, kebijakan dividen dan kebijakan investasi, sedangkan sisanya sebesar 66,3% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Selain itu didapatkan hasil lain berupa :

1. Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan *agency theory* yang menyatakan bahwa *agency conflict* dapat diminimalkan dengan adanya suatu mekanisme pengawasan.
2. Kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan *agency theory* yang menyatakan bahwa *agency cost* dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen.

3. Kebijakan utang tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa sebelum mencapai titik maksimum, utang lebih murah jika dibandingkan dengan penjualan saham yang menyebabkan semakin tinggi utang maka akan semakin tinggi nilai perusahaan.
4. Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sesuai dengan *signalling theory*, perusahaan yang membagikan dividen akan memberikan sinyal positif kepada pasar dan semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham maka penilaian terhadap perusahaan juga semakin baik.
5. Kebijakan investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini tidak sesuai dengan teori signal yang menyatakan bahwa dengan adanya pengeluaran untuk investasi, maka akan memberikan sinyal positif terhadap pasar sehingga dapat meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu : (1) Tidak semua perusahaan memiliki struktur kepemilikan manajerial, dan membagikan dividen tiap tahunnya sehingga sampel menjadi terbatas. (2) Penelitian ini mengasumsikan bahwa pasar sangat kuat dan efisien, sehingga menggunakan data kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi pada tahun yang sama dengan data nilai perusahaan. (3) Penelitian hanya berfokus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, sehingga belum mencakup keseluruhan perusahaan yang terdapat di Indonesia.

Dengan mempertimbangkan hasil analisis, kesimpulan dan keterbatasan yang telah dikemukakan di atas, maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut: (1) Berdasarkan hasil perhitungan analisis regresi, maka terlihat bahwa terdapat 3 variabel yang memiliki pengaruh yang signifikan, yaitu kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi. Maka bagi perusahaan variabel ini dapat dijadikan acuan untuk menentukan strategi dalam meningkatkan nilai perusahaan. (2) Bagi investor baiknya menginvestasikan dananya pada perusahaan yang membagikan labanya secara konsisten. (3) Untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk :

- a. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan variabel independen menggunakan data keuangan tahun sebelumnya untuk menentukan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan pada tahun tertentu yang ingin diteliti. Karena reaksi investor baru diketahui setelah laporan keuangan dipublikasikan.
- b. Memperluas sampel penelitian dan tidak hanya berfokus pada manufaktur.

REFERENSI

- Brigham, E.F dan J. F. Houston. 2006. *Manajemen Keuangan*. Edisi Bahasa Indonesia. Jakarta: erlangga.
- Fenandar, G. I. dan Surya Raharja. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal Of Accounting*, Vol.1, No.2. Hal:1-10.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hasnawati, S. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, Dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan*: No.09/Th XXXIX.

- September 2005:33-41.
- Hasnawati, Sri. 2005. Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Public Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*.9(2). Hal 153-162.
- Jensen, M. C. And W. H. Meckling. 1976. Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*. P3-24.
- Mutamimah. 2003. Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan Non Finansial Yang Go Public Di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol. 11 Juli. Pp 71-60.
- Nuraeni, Dini. 2010. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan*. Skripsi Tidak Dipublikasi. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Riyanto, Bambang. 2008. *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*. Yogyakarta:BPFE.
- Salvatore, Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat: Jakarta.
- Sofyaningsih S. dan P. Hardiningsih. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*. Hal: 68-87
- Solihah dan Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.9, No.2.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9. No. 1. Maret, pp. 41-48.
- Sukirni, Dwi., November 2012, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, dan Kebijakan Utang Analisis terhadap Nilai Perusahaan, *Accounting Analysis Journal*, Universitas Negeri Semarang, Volume 2 nomor 1, halaman 1 – 12.
- Taswan. 2003. Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Utang, dan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan Serta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis Ekonomi*. Volume 10, No.2.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Utang Perusahaan: sebuah perspektif *theory agency*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5. No. 1.
- Wahyudi, U., dan H. P. Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Symposium Nasional Akuntansi 9 Padang*:1-25.