

# IMPLIKASI STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MELALUI KEPUTUSAN KEUANGAN

Eka Bertuah

Fakultas Ekonomi Universitas Esa Unggul  
Jalan Arjuna Utara No 9, Jakarta Barat 11510  
eka.bertuah@esaunggul.ac.id

## Abstrak

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah menguji faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan dalam hal ini struktur kepemilikan dan keputusan keuangan. Nilai perusahaan diukur dengan rasio Harga terhadap Nilai Buku sebagai cerminan nilai pasar atas manajemen dan organisasi sebagai perusahaan yang bertumbuh. Populasi penelitian adalah perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI). Teknik pengambilan sampel menggunakan metode purposive sampling, dengan kriteria perusahaan manufaktur yang memberikan dividen tunai. Periode penelitian selama dua tahun, yaitu 2012-2013 dengan menggunakan data laporan keuangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi dan keputusan pendanaan, tetapi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (2) Struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan dan nilai perusahaan; (3) Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (4) Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun secara tidak langsung melalui keputusan pendanaan.

Kata kunci: Struktur kepemilikan, keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, nilai perusahaan.

## Abstract

The purpose to be achieved from the study is confirmed empirical over factors that influence the firm value in terms of ownership structure and financial decision. The firm Value measured by Price Book Value (PBV) is given financial market value to management and organization as a company growing. The population research are manufacturing companies which listed in The Indonesian Stock Exchange (BEI). The Sample is obtained by purposive sampling method, with the criteria for manufacturing companies which give cash dividend. Period of research are for two years, such as in 2012-2013 by using data from financial reports. Findings of this research show that (1) The managerial structure ownership impact on investment decision and funding decision, but not for the dividend policy; (2) The institutional structure ownership do not affect to financial decision and firm value; (3) The funding impact to firm value; (4) The managerial structure ownership impact to firm value directly either indirect through funding decision.

Keywords: ownership structure, investment decision, funding decision, dividend policy, firm value.

## Pendahuluan

Dalam jangka panjang, tujuan perusahaan adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pula pemilikinya. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya (Fama, 1978). Jensen (2001) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen. Penyatuan kepentingan pemegang saham, debtholders, dan manajemen merupakan pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan seringkali menimbulkan masalah-masalah (agency problem). Agency problem dapat dipengaruhi

oleh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional). Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karena adanya kontrol yang mereka miliki.

Maksimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French, 1998). Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya (Fama, 1978; Wright dan Ferris,

1997). Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham merupakan fair price yang dapat dijadikan sebagai proksi nilai perusahaan (Hasnawati, 2005a dan 2005b). Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French, 1998). Menurut Hasnawati (2005b), manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen.

Investasi modal merupakan salah satu aspek utama dalam keputusan investasi selain penentuan komposisi aktiva. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan investasi harus dievaluasi dan dihubungkan dengan risiko dan hasil yang diharapkan (Hasnawati, 2005a). Menurut signaling theory, pengeluaran investasi memberikan sinyal positif mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga saham yang digunakan sebagai indikator nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Keputusan yang menyangkut investasi akan menentukan sumber dan bentuk dana untuk pembiayaannya. Masalah yang harus dijawab dalam keputusan pendanaan yang dihubungkan dengan sumber dana adalah apakah sumber internal atau eksternal, besarnya hutang dan modal sendiri, dan bagaimana tipe hutang dan modal yang akan digunakan, mengingat struktur pembiayaan akan menentukan cost of capital yang akan menjadi dasar penentuan required return yang diinginkan (Hasnawati, 2005a). Para investor meningkatkan kesejahteraan dengan mengharapkan pengembalian dalam bentuk dividen maupun capital gain, sedangkan perusahaan mengharapkan pertumbuhan secara terus menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya sekaligus memberikan kesejahteraan kepada para pemegang sahamnya, sehingga kebijakan dividen penting untuk memenuhi harapan pemegang saham terhadap dividen dengan tidak menghambat pertumbuhan perusahaan di sisi lain. Dividen yang diterima pada saat ini akan mempunyai nilai yang lebih tinggi daripada capital gain

yang akan diterima di masa yang akan datang, sehingga investor yang tidak bersedia berspekulasi akan lebih menyukai dividen daripada capital gain (Prihantoro, 2003). Dengan demikian, keputusan investasi berpengaruh terhadap keputusan pendanaan, keputusan pendanaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen, dan keputusan investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran kekayaan pemegang saham.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan melalui keputusan keuangan yang dibuat oleh manajemen. Nilai perusahaan diukur dengan Price Book Value (PBV) merupakan nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh.

#### Struktur Kepemilikan dan Keputusan Keuangan

Kim dan Sorenson (1986) mengemukakan demand dan supply hypothesis. Demand hypothesis menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh insider menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan. Dengan kepemilikan besar, pihak insider ingin mempertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan. Supply hypothesis menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh insider memiliki debt agency cost kecil sehingga meningkatkan penggunaan utang. Menurut Jensen dan Meckling (1976), penggunaan utang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi agency cost, sehingga perusahaan akan menggunakan dividen yang rendah.

Roseff (1982) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi dimasa yang akan datang yang dibiayai dari sumber internal. Sebaliknya jika pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi, maka menimbulkan perbedaan

kepentingan, sehingga diperlukan peningkatan dividen. Bird in the hand theory memandang bahwa dividen tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih suka kepastian tentang return investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan (Gordon dalam Brigham dan Gapenski, 1996: 438). Crutchly (1999) menyatakan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap dividen adalah negatif. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan akan cenderung untuk menggunakan dividen yang rendah.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

H1 : Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap keputusan keuangan.

#### Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan

Manajer membuat keputusan investasi yang berkaitan dengan jenis produk dan jasa yang diproduksi, di samping cara-cara barang dan jasa tersebut diproduksi serta didistribusikan. Manajer juga harus memutuskan bagaimana membiayai perusahaan-bauran utang dan ekuitas apa yang harus digunakan, dan jenis sekuritas utang serta ekuitas khusus apa yang harus diterbitkan. Selain itu manajer keuangan harus memutuskan berapa persentase laba saat ini untuk membayar dividen daripada yang ditahan dan diinvestasikan kembali, hal ini disebut keputusan kebijakan dividen (dividend policy decision). Setiap keputusan investasi dan pembiayaan tersebut akan mempengaruhi tingkat, penetapan waktu, dan risiko arus kas perusahaan, dan akhirnya harga saham perusahaan, sehingga manajer harus membuat keputusan investasi dan pembiayaan yang dirancang untuk memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Kallapur dan Trombley (2001) menyatakan bahwa kesempatan investasi perusahaan merupakan komponen penting dari nilai pasar. Hal ini disebabkan Investment Opportunity Set (IOS) atau set kesempatan investasi dari suatu perusahaan mempengaruhi cara pandang manajer, pemilik, investor dan kreditor terhadap perusahaan. Menurut Wahyudi dan

Pawestri (2006), nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi (Fama 1978). Myers (1977) memperkenalkan IOS pada studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi. IOS memberikan petunjuk yang lebih luas dengan nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang, sehingga prospek perusahaan dapat ditaksir. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston (2001), peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah. Hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar. Terdapat dua pandangan mengenai keputusan pendanaan. Pandangan pertama dikenal dengan pandangan tradisional yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Pandangan tradisional diwakili oleh dua teori yaitu Trade off Theory dan Pecking Order Theory. Pandangan kedua dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Masulis (1980) melakukan penelitian dalam kaitannya dengan relevansi keputusan pendanaan, menemukan bahwa terdapat kenaikan abnormal returns sehari sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan proporsi hutang, sebaliknya terdapat penurunan abnormal returns pada saat perusahaan mengumumkan penurunan proporsi hutang.

Masulis (1980) juga menemukan bahwa harga saham perusahaan naik apabila diumumkan akan diterbitkan pinjaman yang digunakan untuk membeli kembali saham perusahaan tersebut. Fama dan French (1998) menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari leverage memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Hasnawati (2005a) menemukan bahwa keputusan pendanaan mempengaruhi nilai perusahaan secara positif sebesar 16%. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa keputusan

pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Fama dan French (1998) menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari kebijakan dividen memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Hasnawati (2005a) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Menurut Hatta (2002), terdapat sejumlah perdebatan mengenai bagaimana kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan. Pendapat pertama menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan, yang disebut dengan teori irrelevansi dividen. Pendapat kedua menyatakan bahwa dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan, yang disebut dengan Bird in The Hand Theory. Pendapat ketiga menyatakan bahwa semakin tinggi dividend payout ratio suatu perusahaan, maka nilai perusahaan tersebut akan semakin rendah. Dividend signaling theory pertama kali dicetuskan oleh Bhattacharya (1979). Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang cash dividend yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

H2 : Keputusan keuangan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

#### Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan

Fuerst dan Kang (2000) menemukan hubungan yang positif antara insider ownership dengan nilai pasar setelah mengendalikan kinerja perusahaan. Nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif (Slovin dan Sushka, 1993). Hubungan antara analysts coverage yang merupakan external monitoring function dan Tobin's Q sebagai proksi nilai perusahaan adalah positif dan signifikan (Chen dan Steiner, 2000). Siallagan dan Machfoedz (2006) juga meneliti pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q, menyimpulkan dari hasil pengujiannya bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara negatif terhadap nilai

perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas, maka bisa ditarik hipotesis:

H3: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan

#### Metode Penelitian

##### Pemilihan Sampel dan Data

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel penelitian ini diperoleh dengan metode purposive sampling, dengan kriteria perusahaan manufaktur yang membagikan dividen kas. Periode penelitian ini adalah selama 2 tahun, yaitu tahun 2012-2013 dengan menggunakan data laporan keuangan. Alasan mengapa perusahaan manufaktur dipilih sebagai sampel dalam penelitian ini adalah karena industri-industri dengan regulasi yang tinggi seperti public utilities atau bank akan mempunyai debt equity ratio tinggi yang sekuivalen dengan tingginya risiko yang melekat pada industri yang bersangkutan daripada non regulated firms (Jensen dan Meckling, 1976). Kriteria lainnya adalah laporan keuangan perusahaan sampel tidak menunjukkan adanya saldo total ekuitas yang negatif dan atau mengalami kerugian selama tahun 2012-2013. Karena saldo ekuitas dan laba yang negatif sebagai penyebut menjadi tidak bermakna (Imam Subekti, 2000).

##### Variabel Penelitian dan Pengukuran

Struktur kepemilikan, ditinjau berdasarkan Kepemilikan Institusional (dihitung dengan besarnya persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional) dan Kepemilikan Manajerial (dihitung dengan besarnya persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan).

Keputusan Keuangan terdiri dari (1) Keputusan Investasi (diukur dengan menggunakan Book Value to Market Value of Assets Ratio dan Book Value of Fixed Assets to the Book Value of Total Assets Ratio); (2) Keputusan Pendanaan (diukur dengan DER = Total Debt to Total Equity dan DAR = Total Debt to Total Assets); (3) Kebijakan Dividend (diukur dengan menggunakan Dividend Payout Ratio (DPR) = Dividend Per Share / Earnings per Share dan Dividend Yield Ratio = Dividen Per Share / Closing Price); (4) Nilai Perusahaan diukur dengan Price Book Value (PBV).

## Metode Analisis

Penelitian ini menggambarkan pola hubungan yang mengungkapkan pengaruh seperangkat variabel terhadap variabel lainnya, baik secara langsung maupun melalui variabel lain sebagai variabel intervening. Pola hubungan yang semacam ini dapat dianalisis dengan path analysis, dengan langkah-langkah (Pedhazur, 1982: 580-583) sebagai berikut:

$$INV = \text{o} + 1INST + 2MANJ + 1 \quad (1)$$

$$FIN = \text{o} + 1INST + 2MANJ + 2 \quad (2)$$

$$DIV = \text{o} + 1INST + 2MANJ + 3 \quad (3)$$

$$PBV = \text{o} + 2INV + 3FIN + 3DIV + 4 \quad (4)$$

$$PBV = \text{o} + 1INST + 2MANJ + 3INV + 4FIN + 5DIV + 5 \quad (5)$$

## Pembahasan dan Analisis

### Analisis Parsial

Hasil analisis parsial tahap pertama dengan struktur manajerial dan struktur institusional sebagai variabel independen dan keputusan investasi sebagai variabel dependen diketahui bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan tingkat signifikansi 0,00 sedangkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan tingkat signifikansi 0,681 dan koefisien determinan ( $r^2$ ) 0,107 dengan tingkat signifikansi 0,00. Hasil analisis parsial tahap kedua dengan struktur manajerial, struktur institusional, dan keputusan investasi sebagai variabel independen dan keputusan pendanaan sebagai variabel dependen diketahui bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan dengan tingkat signifikansi 0,00 sedangkan kepemilikan institusional dan keputusan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan tingkat signifikansi masing-masing 0,792 dan 0,849. Besarnya koefisien determinan ( $R^2$ ) 0,616 dengan tingkat signifikansi 0,00 (Lihat Lampiran 2).

Hasil analisis parsial tahap ketiga dengan struktur manajerial, struktur institusional, keputusan investasi, dan keputusan pendanaan sebagai variabel independen serta kebijakan dividen sebagai variabel dependen diketahui bahwa persamaan ini tidak signifikan. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien determinan ( $R^2$ ) 0,018 dan tingkat signifikansi sebesar 0,568 (Lihat lampiran 3).

Hasil analisis parsial tahap keempat

dengan struktur manajerial, struktur institusional, keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen sebagai variabel independen dan nilai perusahaan sebagai variabel dependen diketahui bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi 0,009 sedangkan kepemilikan institusional, keputusan investasi, dan kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara itu keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi 0,00. Besarnya koefisien determinan ( $R^2$ ) 0,545 dengan tingkat signifikansi 0,00 (Lihat Lampiran 4).

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan secara langsung sebesar 0,231 dan pengaruh tidak langsung sebesar 0,4233 (merupakan perkalian antara 0,781 dengan 0,542). Jadi total pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sebesar 0,6543 (merupakan penjumlahan antara 0,231 dan 0,4233).

### Struktur Kepemilikan dan Keputusan Keuangan

Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dan keputusan pendanaan, tetapi tidak terhadap kebijakan dividen. Ini membuktikan bahwa pemegang saham yang sekaligus sebagai pengelola perusahaan cenderung memilih kompensasi berupa gaji dan bonus atau insentif jangka panjang lainnya dibandingkan dengan dividen. Ini sejalan dengan Gaver dan Gaver (1993) yang menyatakan bahwa pihak manajemen perusahaan yang bertumbuh menerima bagian besar kompensasi dalam gaji insentif jangka panjang, sedangkan pihak manajemen perusahaan yang tidak bertumbuh menerima bagian besar gaji mereka dalam bentuk gaji tetap. Berkaitan dengan pertumbuhan perusahaan dan kebijakan kompensasi, Smith dan Watts (1992) menemukan perusahaan yang bertumbuh (growth firms) membayar tingkat gaji yang lebih tinggi kepada top management dan memilih paket kompensasi yang menekankan kompensasi insentif.

Sementara itu, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap seluruh keputusan keuangan. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian Fuerst dan Kang (2000) dan Smith

(1992) yang menemukan hubungan yang positif antara insider ownership dengan nilai pasar setelah mengendalikan kinerja perusahaan.

#### Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan, dan Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi sebesar 0,325 tetapi keputusan investasi bukan merupakan variabel intervening atas pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan pendapat yang dikemukakan oleh Fama (1978) bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa untuk mencapai tujuan perusahaan, yaitu maksimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui kegiatan investasi perusahaan (Modigliani dan Miller, 1961). Hasil penelitian ini juga tidak mendukung teori sinyal (*signaling theory*), di mana adanya kegiatan investasi akan memberi sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa mendatang dan mampu meningkatkan nilai pasar saham perusahaan (Fama dan French, 1998).

Kepemilikan manajerial secara langsung dan atau melalui keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengaruh langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sebesar 0,231 sedangkan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan keputusan pendanaan sebagai variabel intervening adalah sebesar 0,4233. Sehingga total pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sebesar 0,654. Ini sejalan dengan Iturriaga dan Sanz (1998) yang menyatakan bahwa hubungan struktur kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan merupakan hubungan non-monotonik. Hubungan non-monotonik timbul karena adanya insentif yang dimiliki manajer dan mereka berusaha untuk melakukan penyesuaian kepentingan dengan outsider ownership dengan cara meningkatkan kepemilikan saham mereka jika nilai perusahaan meningkat. Hasil penelitian ini juga mendukung pernyataan Jensen dan Meckling (1976). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan 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 dan 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. Namun, dari hasil penelitian ini membuktikan bahwa pengaruh terbesar kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan adalah pengaruh tidak langsung, yaitu melalui keputusan keuangan, terutama keputusan pendanaan.

Kebijakan dividen dalam penelitian ini menggunakan indikator DPR dan Dividend Yield. Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan. Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis kebijakan dividen relevan yang menyatakan bahwa dividen yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan, dan hasil ini tidak sejalan dengan Gordon (1962) dalam Brigham dan Gapenski, 1996: 438 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 sejalan dengan 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.

#### Kesimpulan

Kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil penelitian ini adalah (1) Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi dan keputusan pendanaan tetapi tidak pada kebijakan dividen; (2) Struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan; (3) Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi keputusan investasi dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (4)

Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui keputusan pendanaan.

Saran bagi penelitian selanjutnya adalah bisa dilakukan penelitian serupa dengan memperbanyak anggota sampel dan atau menggunakan alat analisis yang berbeda.

#### Daftar Pustaka

- Aharony, J., dan I. Swary. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 35(1), 1-12.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy. *Journal of Economics*, 10, 259-270.
- Brigham, E. F., dan J. F. Houston. (2001). *Manajemen Keuangan. Edisi Bahasa Indonesia*. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, E. F., dan J. F. Houston, dan L. C. Gapenski. (1996). *Intermediate Financial Management*. Florida: The Dryden Press.
- De Angelo, H., dan R. W. Masulis. (1980). Leverage and Dividend Policy Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Finance*, 35 (May 2), 453-464.
- Fama, E. F. (1978). The Effect of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders. *American Economic Review*, 68, 272-28.
- Fama, E. F. dan K. R. French. (1998). Taxes, Financing Decision, and Firm Value, *The Journal of Finance* LIII (June 3), 819-843.
- Fuerst, Oren and Hyon Kang-Sok. (2000), *Corporate Governance Expected Operating Performance, and Pricing*, Working Papers; Yale School of Management, pp, 1-138.
- Ghozali, Imam. (2005). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS. Edisi 3*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gonedes, N. J. (1978). Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items. *Journal of Accounting Research*, 16 (1), 26-79.
- Hasnawati, S. (2005)a. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan: No. 09/Th XXXIX, September 2005*, 33-41.
- Hasnawati, S. (2005)b. Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *JAAI 9, (2)*, 117-126.
- Hatta, A. J. (2002). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder. *JAAI, 6, (Desember 2)*, 1-22.
- Jensen, M., dan W. Meckling. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kallapur, S., dan M. A. Trombley. (1999). The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26, 505-519.
- Naimah, Zahroh dan Siddharta Utama. (2006). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan, dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Koefisien Respon Laba dan Koefisien Respon Nilai Buku Ekuitas. Studi Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) IX. Padang*.
- Nurim, Yavida. (2003). Analisis Kecepatan Nilai Ekuilibrium Earnings pada Periode Sebelum dan Selama Krisis Moneter. *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VI. Oktober*.
- Siallagan, Hamonangan dan M. Machfoedz. (2006). *Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba*

dan Nilai Perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) IX Padang.

Wahyudi, Untung dan Hartini P. Pawestri. (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) IX Padang.

**Lampiran 1: Olahan Data 1**

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change in R Square	F Change	df1	df2	Sig. F Change	Durbin-Watson
1	,326	,107	,096	65,5589	,107	9,838	2	165	,000	1,680

a Predictors: (Constant), X2 INST 03, X1 MNG 03

b Dependent Variable: Keputusan Investasi

**ANOVA**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	84570,346	2	42285,173	9,838	,000
	Residual	709165,292	165	4297,971		
	Total	793735,638	167			

a Predictors: (Constant), X2 INST 03, X1 MNG 03

b Dependent Variable: Keputusan Investasi

**Coefficients**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	32,015	5,336		6,000	,000	21,480	42,551
	X1 MNG 03	264,067	59,819	,325	4,414	,000	145,958	382,176
	X2 INST 03	-,281	,684	-,030	-,411	,681	-1,631	1,069

a Dependent Variable: Keputusan Investasi

**Coefficients**

Correlations		Collinearity Statistics		
Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
,325	,325	,325	1,000	1,000
-,032	-,032	-,030	1,000	1,000

a Dependent Variable: Keputusan Investasi

**Lampiran 2: Olahan Data 2**

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	Durbin-Watson	
1	,785	,616	,609	124,2816	,616	87,704	3	164	,000	1,908

a Predictors: (Constant), Keputusan Investasi, X2 INST 03, X1 MNG 03

b Dependent Variable: Keputusan Pendanaan

**ANOVA**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4064017,477	3	1354672,492	87,704	,000
	Residual	2533129,443	164	15445,911		
	Total	6597146,920	167			

a Predictors: (Constant), Keputusan Investasi, X2 INST 03, X1 MNG 03

b Dependent Variable: Keputusan Pendanaan

**Coefficients**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-12,111	11,165		-1,085	,280	-34,156	9,935
	X1 MNG 03	1831,428	119,910	,781	15,273	,000	1594,662	2068,194
	X2 INST 03	-,342	1,297	-,013	-,264	,792	-2,903	2,218
	Keputusan Investasi	2,814E-02	,148	,010	,191	,849	-,263	,320

a Dependent Variable: Keputusan Pendanaan

**Coefficients**

Correlations		Collinearity Statistics		
Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
,785	,785	,739	,894	1,118
-,017	-,021	-,013	,999	1,001
,264	,015	,009	,893	1,119

a Dependent Variable: Keputusan Pendanaan

**Lampiran 3: Olahan Data 3**

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change in R Square	F Change	df1	df2	Sig. F Change	Durbin-Watson
1	,133	,018	-,006	,2244	,018	,737	4	163	,568	1,819

a Predictors: (Constant), Keputusan Pendanaan, X2 INST 03, Keputusan Investasi, X1 MNG 03  
 b Dependent Variable: Kebijakan Dividen

**ANOVA**

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	,148	4	3,708E-02	,737	,568
Residual	8,205	163	5,033E-02		
Total	8,353	167			

a Predictors: (Constant), Keputusan Pendanaan, X2 INST 03, Keputusan Investasi, X1 MNG 03  
 b Dependent Variable: Kebijakan Dividen

**Coefficients**

Model	Unstandardized B	Standardized Beta	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	Lower Bound	Upper Bound
1 (Constant)	,119		,5895	,000	,079		Und,159
X1 MNG 03	-,155	-,337	-,059	,459	,647	-,820	,511
X2 INST 03	-1,129E-03	-,002	-,037	,482	,630	-,006	,003
Keputusan Investasi	-3,364E-04	-,000	-,104	,1263	,209	-,001	,000
Keputusan	1,277E-05	,000	,011	,928	,000		,000

a Dependent Variable: Kebijakan Dividen Pendanaa

**Coefficients**

Correlations		Collinearity Statistics		
Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
-,083	-,036	-,036	,369	2,709
-,034	-,038	-,037	,999	1,001
-,119	-,098	-,098	,893	1,120
-,061	,007	,007	,384	2,604

a Dependent Variable: Kebijakan Dividen

**Lampiran 4: Olahan Data 4**

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change in R Square	F Change	df1	df2	Sig. F Change	Durbin-Watson
1	,738	,545	,531	19,1583	,545	38,8	5	162	,000	2,060

a Predictors: (Constant), Kebijakan Dividen, X2 INST 03, Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, X1 MNG 03  
 b Dependent Variable: Y.1 PBV 03

**ANOVA**

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	71240,776	5	14248,155	38,819	,000
Residual	59460,460	162	367,040		
Total	130701,237	167			

a Predictors: (Constant), Kebijakan Dividen, X2 INST 03, Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, X1 MNG 03  
 b Dependent Variable: Y.1 PBV 03

**Coefficients**

Model	Unstandardized B	Standardized Beta	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	Lower Bound	Upper Bound
1 (Constant)	,786		1,902	,0413	,680	-2,971	4,543
X1 MNG 03	76,198	,2878	,231	2,647	,009	19,350	133,046
X2 INST 03	-3,346E-02	-,002	-,009	-,167	,867	-,429	,362
Keputusan Investasi	1,158E-03	,0023	,003	,051	,960	-,044	,046
Keputusan	7,634E-02	,012	,542	6,342	,000	,053	,100
Kebijakan Dividen	,772	,6689	,006	,115	,908	-12,436	13,980

a Dependent Variable: Y.1 PBV 03

**Coefficients**

Correlations		Collinearity Statistics		
Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
,657	,204	,140	,369	2,712
-,020	-,013	-,009	,997	1,003
,221	,004	,003	,885	1,130
,724	,446	,336	,384	2,604
-,046	,009	,006	,982	1,018

a Dependent Variable: Y.1 PBV