

## Pengaruh Keputusan Keuangan dan Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan

Muhammad Akbar\* & Lela Hindasah  
Universitas Muhammadiyah Yogyakarta  
\*muhammadakbar179@yahoo.com

### ABSTRACT

*This research examines the effect of financial decision (debt policy, dividend policy and investment) and ownership structure (insider ownership and institutional ownership) to firm value. This study used 96 firm-year samples of firms listed in Indonesian Stock Exchange during 2002 until 2006. Data are analyzed using multivariate regression method. The result of this research indicated that the debt policy, dividend policy, insider ownership are not significantly affect to the firm value. The effect of investment to firm value is positively significant but institutional ownweship is negatively significant.*

**Keywords:** *Debt, Dividend, Investment, Insider Ownership, Institutional Ownership, Firm Value.*

### PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan (Brigham, 2000). Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pula pemiliknya. Tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya yang berdampak terhadap nilai perusahaan. Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan keuangan tersebut secara bersama-sama menentukan nilai perusahaan. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran kekayaan pemegang saham. Keputusan-keputusan tersebut saling berkaitan satu dengan yang lainnya, sehingga kita harus memperhatikan dampak bersama dari ketiganya terhadap harga pasar saham perusahaan (Hasnawati, 2005).

Selain keputusan keuangan struktur kepemilikan dalam teori keagenan merupakan mekanisme untuk mengontrol biaya keagenan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Agrawal dan Knoeber, 1996; Himmelberg dan Palia, 1999; Bathala dkk, 1994). Kepemilikan pihak dalam (*insider ownership*) dan kepemilikan institusional dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Kepemilikan institusional menyebabkan pengawasan terhadap manajer menjadi lebih baik, pemilik institusi itu akan sangat berkepentingan terhadap kinerja perusahaan. Kepemilikan saham oleh insider dapat mengatasi masalah keagenan dalam perusahaan (Jensen dan Meckling 1976). Dengan kepemilikan saham oleh manajer atau *insider* maka manajer akan menanggung konsekuensi kemakmuran atas tindakannya (Bathala dkk, 1994). Dengan demikian kepemilikan saham oleh manajer merupakan insentif bagi manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menggunakan utang dengan optimal sehingga meminimalkan biaya keagenan dan hal ini akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Begitupun dengan kepemilikan institusional. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh investor institusional sehingga dapat mengurangi perilaku oportunistik dan *perquisites* manajer. Menurut Agrawal dan Knoeber (1996) konsentrasi kepemilikan saham oleh institusi atau *blockholders* dapat menambah pengawasan pada manajer sehingga meningkatkan kinerja perusahaan.

Penelitian ini berdasarkan penelitian-penelitian yang dilakukan sebelumnya, yaitu Hasnawati (2005); yang meneliti tentang implikasi keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini juga menambahkan struktur kepemilikan seperti yang dilakukan peneliti sebelumnya Agrawal dan Knoeber (1996); Himmelberg dan Palia, (1999), Soliha dan Taswan (2002). Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, dapat dirumuskan masalah penelitian dalam bentuk kalimat Tanya, yaitu: apakah keputusan keuangan (kebijakan hutang, kebijakan dividen dan investasi) dan struktur kepemilikan (kepemilikan insider dan kepemilikan institusional) berpengaruh terhadap nilai perusahaan ?

## TINJAUAN LITERATUR DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

### Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan

Manajemen keuangan menyangkut tiga keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen (Brigham, 2000). Ketiga keputusan keuangan tersebut secara bersama-sama menentukan nilai perusahaan. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan.

#### *Kebijakan Utang*

Penggunaan hutang akan mencegah manajer untuk menggunakan *free cash flow* secara berlebihan bagi kepentingan pribadinya karena perusahaan harus menyediakan arus kas bagi pembiayaan bunga pinjaman

secara reguler dan tetap jumlahnya. Grossman dan Hart (1992) dalam Bathala dkk. (1994) menjelaskan hutang mendorong manajer untuk mengkonsumsi kurang *perquisites* dan menjadi lebih efisien. Berkurangnya arus kas akan menimbulkan risiko gagal bayar (*default*) sehingga pemegang obligasi akan menyita aset perusahaan dan manajer akan kehilangan pekerjaannya.

Berdasarkan hal tersebut hutang dapat meningkatkan kinerja manajer akibat kekawatiran kehilangan pekerjaan (*job loss*). Menggunakan hutang akan membuat tindakan manajer dikendalikan oleh pasar modal karena jika pemegang obligasi memandang negatif terhadap kompetensi manajer maka mereka akan meminta pembayaran bunga pinjaman lebih besar dan atau perjanjian (*covenant*) lebih banyak. Perjanjian (*convenant*) diharapkan dapat mengurangi *agency problem* antara kreditur dan debitur (Atmaja, 1999).

#### *Kebijakan Dividen*

Seringkali digunakan sebagai indikator atau sinyal prospek suatu perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan yang *go public* mempunyai kewajiban untuk melaporkan kinerjanya kepada investor dalam bentuk laporan keuangan dan pengumuman besarnya dividen yang dibagikan. Dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan, investor sangat membutuhkan informasi-informasi yang berkaitan dengan perusahaan tersebut. Salah satunya adalah informasi mengenai kebijakan dividen. Perubahan pengumuman pembayaran dividen ini mengandung informasi yang dapat digunakan para investor untuk mengambil keputusan dalam berinvestasi dan memprediksi prospek perusahaan di masa mendatang. Akibat dari perubahan dividen yang diumumkan, maka harga saham akan mengalami penyelesaian.

*Dividend signaling theory* menjelaskan bahwa informasi tentang dividen yang dibayarkan digunakan oleh investor sebagai sinyal perusahaan di masa mendatang. Sinyal perubahan dividen dapat dilihat dari reaksi harga saham. Peningkatan

dividen akan membuat pasar bereaksi positif akan mendukung *dividend signaling theory* bila pasar cenderung menginterpretasikan bahwa peningkatan dividen dianggap sebagai sinyal tentang prospek cerah perusahaan di masa mendatang, demikian juga sebaliknya pasar akan bereaksi negatif jika terjadi penurunan dividen, yang dianggap sebagai sinyal yang kurang bagus tentang prospek perusahaan di masa mendatang. Prinsip *signaling* ini mengajarkan bahwa setiap tindakan mengandung informasi. Hal ini disebabkan karena adanya *asymmetric information*. *Asymmetric information* adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak daripada pihak lain. Misalnya, pihak manajemen perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan pihak investor di pasar modal. Tingkat *asymmetric information* ini bervariasi dari sangat tinggi ke sangat rendah.

*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 (Brigham dan Gapenski, 2000). Studi yang dilakukan Miller & Rock (1985) yang mengacu dari penelitian Ross (1978) dalam Hasnawati (2005), mengatakan bahwa dividen yang tinggi merupakan sinyal positif untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang. Hasil penelitian Hasnawati (2005) menunjukkan bahwa dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan artinya perusahaan akan membayar dividen sebesar-besarnya karena dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut Rozeff (1982); Easterbrook (1984), pembayaran dividen dengan jumlah yang lebih besar akan meningkatkan kemungkinan bahwa manajer menambah modal ekuitas eksternal. Apabila modal eksternal ditambah maka manajer akan diawasi oleh pasar modal, komisi sekuritas dan bursa, para bankir investasi, dan para penyedia modal baru. Pengawasan ini akan mendorong manajer (yang berusaha untuk mempertahankan pekerjaan mereka) untuk

bertindak lebih sejalan dengan kepentingan-kepentingan para pemegang saham.

### ***Pengeluaran Investasi***

Memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*). Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi.

Fama (1978) mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan (Modigliani & Miller 1958). Keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung oleh pihak luar. Beberapa studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi antara lain oleh Meyers (1977) yang memperkenalkan *IOS (Investment Opportunity Set)*. *IOS* memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. Jadi prospek perusahaan dapat ditaksir dari *IOS*.

*IOS* didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value positif*. Menurut Gaver & Gaver (1993), *IOS* merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, di mana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang lebih besar. Dari pendapat ini dan sejalan dengan Smith & Watts (1992) bahwa komponen nilai perusahaan merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat investasi di masa yang akan datang merupakan *IOS*. *IOS* tidak dapat diobservasi langsung (laten) sehingga dalam perhitungannya menggunakan proksi. Peneliti terdahulu telah mengembangkan proksi pertumbuhan dengan *IOS* seperti Smith & Watts (1992),

Gaver & Gaver (1993) dan Kallaur & Trombley (1999).

Hasil penelitian Hasnawati (2005) menyatakan bahwa keputusan investasi memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, temuan ini mendukung dan konsisten pendapat yang dikemukakan dengan Fama (1978). Apabila dikaji melalui teori sinyal (*signaling theory*), hasil penelitian ini mendukung teori tersebut. Pengeluaran modal perusahaan tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Karena jenis investasi tersebut akan memberi sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan dimasa yang akan datang dan mampu meningkatkan nilai pasar perusahaan (Fama & French 1998, dalam Hasnawati 2005). Efek langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi itu sendiri melalui pemilihan proyek atau kebijakan lainnya seperti menciptakan produk baru, penggantian mesin yang lebih efisien, serta *research & development* (Meysrs, 1976; Wight & Ferris, 1997; dalam Hasnawati, 2005).

## **Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan**

### ***Kepemilikan Institusional***

Kepemilikan institusional merupakan representasi grup dalam memonitor manajer. Dengan meningkatkan kepemilikan institusional berarti tindakan manajer oleh pemegang saham eksternal sehingga membantu mengurangi masalah keagenan (Bathala dkk. 1994). Agrawal dan Knoeber (1996) menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan saham oleh institusi atau *blockholder* dapat menambah pengawasan pada manajer sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Moh'd, dkk (1998) mengatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institusional investor* dan *shareholder dispersion* akan dapat mengurangi terjadinya biaya keagenan. Hal ini disebabkan karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung

atau malah sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Jadi dengan adanya kepemilikan institusional seperti perusahaan asuransi, perusahaan perbankan, perusahaan investasi dan kepemilikan lebih optimal terhadap kinerjanya. Fuert dan Kang (2000) dikutip dalam Untung dan Wahyudi (2006) 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

### ***Kepemilikan Pihak Dalam (Insider Ownership)***

Kepemilikan pihak dalam juga dapat mengurangi masalah keagenan selain kepemilikan institusional. Untuk mengatasi masalah keagenan dan *agency cost equity* dapat dikurangi dengan menambah *managerial ownership* dalam perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Kepemilikan saham oleh manajer juga membantu memecahkan masalah *moral hazard* sehingga menyelaraskan kepentingan manajer dengan *shareholder* (Himmelberg, 1999). Dengan kepemilikan saham oleh manajer maka manajer akan merasakan menanggung konsekuensi kemakmuran atas tindakannya (Bathala dkk. 1994), sehingga tidak mungkin manajer bertindak *opportunistik* lagi. Dengan demikian, kepemilikan saham oleh manajer merupakan insentif bagi manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menggunakan hutang dengan optimal sehingga meminimalkan biaya keagenan. Dalam kerangka keagenan kepemilikan saham oleh manajer mengurangi *agency cost* dalam perusahaan sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Bathala dkk., 1994).

### **Hipotesis Penelitian**

Berdasarkan teori dan penelitian diatas, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H<sub>2</sub>: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

- H<sub>3</sub> : Investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H<sub>4</sub>: Kepemilikan pihak dalam (*Insider Ownership*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H<sub>5</sub> : Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

## METODE PENELITIAN

### Model Penelitian

Untuk menggambarkan hubungan antar variabel yang terkait dalam penelitian ini, maka dikembangkan suatu model penelitian (lihat gambar 1).

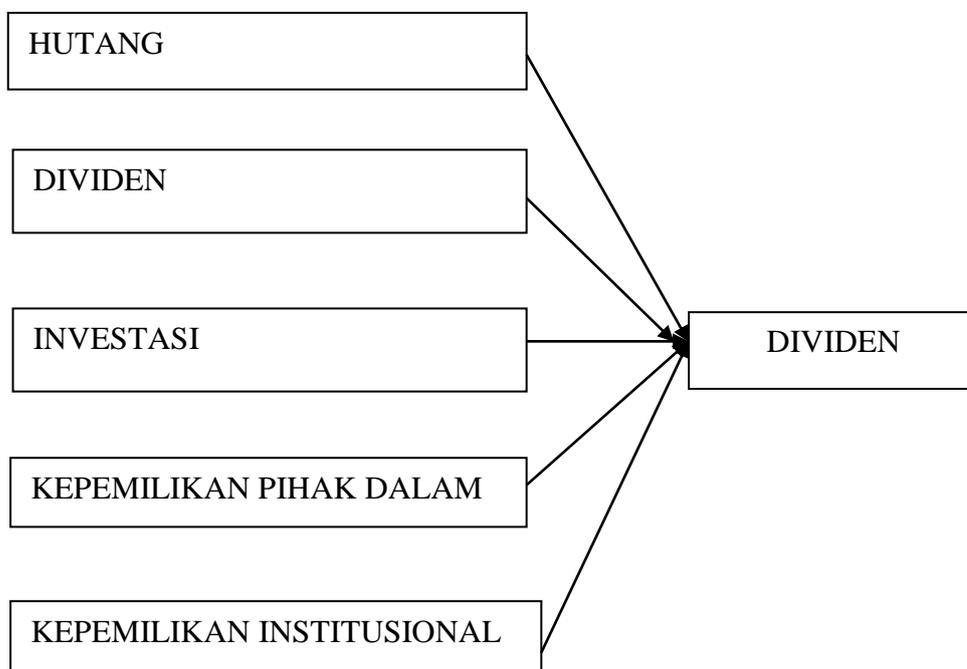
### Obyek Penelitian

Perusahaan yang menjadi obyek dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang *go public* atau terdaftar di BEI dari tahun 2002 sampai tahun 2006.

### Jenis Data dan Teknik Pengambilan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder Data yang diambil diperoleh dari ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*). Pengambilan sampel penelitian dilakukan dengan *purposive sampling method* yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu (Cooper dan Emory, 1995). Kriteria yang digunakan adalah:

- 1) Perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah beroperasi dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2002 sampai dengan 2006.
- 2) Perusahaan-perusahaan harus melaporkan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan pada *Indonesian Capital Market Directory*.
- 3) Perusahaan tersebut harus mempunyai *insider ownership* seperti kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris serta mempunyai *institutional ownership* yang terdaftar sebagai *shareholder*.



Gambar 1. Model Penelitian

## Definisi Operasional Variabel

### Variabel Dependen

#### Nilai Perusahaan

Nilai Perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV). Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Soliha dan Taswan, 2002).

$$\text{Nilai Perusahaan} = \frac{\text{Harga Pasar Per Lembar saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}}$$

### Variabel Independen

#### Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang (*Debt*) dihitung sebagai rasio total hutang terhadap total aset. Hutang adalah kewajiban yang dimiliki oleh perusahaan yang diharapkan akan dilunasi dengan menggunakan aktiva lancar. *Debt Ratio* digunakan untuk menggambarkan kebijakan hutang perusahaan (Moh'd dkk, 1998). Secara matematis kebijakan hutang diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Debt}_{it} = \frac{\text{TD}_{it}}{\text{Total Asset}_{it}}$$

Keterangan:

$\text{TD}_{it}$  = Jumlah total hutang perusahaan *i* pada periode *t*.

$\text{Total Asset}_{it}$  = *Total asset* yang dimiliki perusahaan *i* pada periode *t*.

#### Dividen

Kebijakan Dividen (DIV) merupakan rasio pembayaran dividen terhadap *earning after tax*. Variabel ini diukur dengan rasio pembayaran dividen terhadap *earning after tax* (laba bersih setelah pajak) (Moh'd dkk, 1998). Secara matematis kebijakan dividen diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Dividend Payout} = \frac{\text{Dividen Kas}}{\text{Net Income}}$$

#### Insider Ownership

Kepemilikan insider (INSD) adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Kepemilikan *insider* diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer (Tarjo, 2005).

$$\text{INSD} = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki Komisaris dan Direktur}}{\text{Total Saham yang Beredar}}$$

### Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah jumlah kepemilikan saham oleh investor institusi terhadap total saham yang beredar. Secara matematis kepemilikan institusional diformulasikan sebagai berikut: (Agus, 2001).

$$\text{INST} = \frac{\text{SI} + \text{SB}}{\text{TKS}}$$

Keterangan:

INST = *Institusional ownership*

SI = Jumlah saham institusi

SB = Jumlah saham *blockholder*

TKS = Total seluruh saham

### Keputusan Investasi

Variabel independen keputusan investasi didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *positive net present value*. Beberapa penelitian yang telah dilakukan Myers (1977), Kallapur & Trombley (1999), Gaver & Gaver (1993), IOS (*investment opportunity set*) digunakan sebagai proksi keputusan investasi, karena keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung. Karena IOS sebagai variabel laten yang tidak dapat diukur secara langsung, maka dalam analisis data yang bertujuan untuk memperoleh proksi IOS dengan pendekatan analisis faktor, proksi IOS antara lain:

- 1) *Market to book value of equity* (MVEBVE)

MVEBVE =(jumlah lembar saham beredar x harga penutupan saham)/total ekuitas

- 2) *Market to book value of assets (MVABVA)*  
 $MVABVA = (\text{asset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}) / \text{total asset}$
- 3) *Price earning ratio (PER)*  
 $PER = \text{harga penutupan saham} / (\text{laba setelah pajak} / \text{lembar saham beredar})$
- 4) *Capital expenditure to book value of asset (CAPBVA)*  
 $CAPBVA = (\text{nilai buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1}) / \text{total assets}$
- 5) *Capital expenditure to market value of asset (CAPMVA)*  
 $CAPMVA = (\text{nilai buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1}) / (\text{asset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}))$

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2002 sampai dengan 2006, Sampel dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling* yaitu dengan pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu.

Hasil pemilihan sampel dengan metode *purposive sampling*, diperoleh jumlah sampel sebanyak 96 perusahaan, dengan rincian pada tahun 2006 sebanyak 21 perusahaan, tahun 2005 sebanyak 17 perusahaan, tahun 2004 sebanyak 18 perusahaan, tahun 2003 sebanyak 20 perusahaan, tahun 2002 sebanyak 20 perusahaan. Proses pemilihan sampel bisa dilihat pada tabel 1

**Tabel 1**  
**Prosedur Pemilihan Sampel**

KETERANGAN	JUMLAH
Indusrti manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 2002-2006	247
Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan lengkap	(4)
Perusahaan yang tidak ada kepemilikan insider pada tahun 2002-2006	(106)
Perusahaan tidak membagi dividen pada tahun 2002 s/d 2006	(188)
Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	40

### Analisis Faktor

Dalam penelitian ini analisis faktor untuk membentuk proksi IOS. Variabel investasi dalam penelitian ini di proksi menggunakan lima variabel, yaitu: rasio *market to book value of equity* (MVEBVE), *market to book value of assets* (MVABVA), *price earning ratio* (PER), rasio *capital expenditure to book value asset* (CAPMBA), dan rasio *capital expenditure to firm value assets* (CAPMVA).

**Tahap pertama:** Menilai variabel yang dianggap layak. Jika angka MSA diatas 0,5 dengan signifikansi *bartlett's test of sphericity* = 0,000 maka kumpulan variabel dapat dianalisis lebih lanjut.

### KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		.529
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	286.276
	df	10
	Sig.	.000

**Tahap kedua:** Pengujian korelasi antar variabel. Logika pengujian disini adalah jika variabel mempunyai kecenderungan mengelompokkan dan membentuk sebuah faktor maka dia harus mempunyai korelasi tinggi antar variabel (lebih besar dari 0,5).

**Tabel 2**

**Tabel.3**

**Anti-image Matrices**

		MVEBVE	MVABVA	PER	CAPBVA	CAPMVA
Anti-image Covariance	MVEBVE	.665	-.361	-.039	-.021	.026
	MVABVA	-.361	.619	-.057	.006	-.023
	PER	-.039	-.057	.977	.023	-.020
	CAPBVA	-.021	.006	.023	.074	-.071
	CAPMVA	.026	-.023	-.020	-.071	.074
Anti-image Correlation	MVEBVE	.510(a)	-.562	-.049	-.095	.115
	MVABVA	-.562	.597(a)	-.073	.028	-.107
	PER	-.049	-.073	.542(a)	.085	-.076
	CAPBVA	-.095	.028	.085	.520(a)	-.959
	CAPMVA	.115	-.107	-.076	-.959	.516(a)

**Tabel 4**  
**Communalities**

	<b>Initial</b>	<b>Extraction</b>
MVEBVE	1.000	.210
MVABVA	1.000	.405
PER	1.000	.010
CAPBVA	1.000	.797
CAPMVA	1.000	.794

**Tabel 5**  
**Total Variance Explained**

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.216	44.311	44.311	2.216	44.311	44.311
2	1.386	27.717	72.027			
3	.951	19.027	91.054			
4	.409	8.189	99.243			
5	.038	.757	100.000			

**Tabel 6**  
**Component Matrix(a)**

	Component
	1
MVEBVE	.458
MVABVA	.637
PER	.102
CAPBVA	.892
CAPMVA	.891

Dari tabel 3 *Anti Image Matrices*, terutama pada *Anti Image Correlation* yang bertanda (a), terlihat bahwa semua variabel (MVEBVE, MVABVA, PER, CAPBVA dan CAPMVA) secara berturut-turut mem-

punyai korelasi yang kuat (lebih dari 0,5) yaitu 0,510; 0,597; 0,542; 0,520 dan 0,516. Karena tidak terdapat variabel yang punya nilai MSA kurang dari 0,5 maka tidak

terdapat variabel yang dikeluarkan serta tidak dilakukan pengujian ulang.

**Tahap ketiga:** Proses inti analisis faktor yaitu *Factoring*: ekstraksi terhadap sekumpulan variabel yang ada, dalam hal ini MVEBVE, MVABVA, PER, CAPBVA dan CAPMVA, sehingga terbentuk satu faktor atau lebih. Pada tabel 4. angka *Communalities* menunjukkan jumlah varian dari suatu variabel mula-mula yang bisa dijelaskan oleh faktor yang terbentuk. Nilai tersebut digunakan untuk menentukan jumlah faktor representasi atas variabel-variabel asli. Jumlah kelima variabel nilai *communalities* tersebut adalah 2,216. Pada tabel 5 *Total Variance Explained* terlihat bahwa faktor yang terbentuk dengan *eigenvalues* adalah sebanyak 1 faktor. Hal ini mengindikasikan bahwa 1 faktor yang terbentuk bisa menjelaskan interkorelasi diantara 5 variabel.

**Tahap keempat:** *Rotation*. Proses rotasi dilakukan untuk memperjelas posisi variabel tertentu akan masuk ke faktor tertentu. Karena hanya terbentuk 1 faktor dan tidak terdapat korelasi ganda antara faktor terbentuk dengan variabel pembentuknya, maka proses rotasi tidak bisa dilakukan dan proses analisis faktor berhenti sampai disini

Jumlah kelima variabel nilai *communalities* adalah 2,216 dan nilai tersebut sesuai dengan faktor yang memiliki nilai *eigenvalues* lebih dari satu yaitu faktor satu sebesar 2,216. Hal ini sesuai dengan *the rule thumb* bahwa jumlah faktor yang dipakai sebagai representasi adalah sebanyak faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama atau lebih dari satu (Hair, dkk: 1999 )

**Tahap kelima,** menghitung IOS berdasarkan perhitungan masing-masing proksi IOS dikalikan dengan komponen matriknya. Contoh perhitungan IOS untuk perusahaan AKRA adalah sebagai berikut:  $(1,636 \times 0,458) + (1,278 \times 0,637) + (13,276 \times 0,102) + (0,084 \times 0,892) + (0,066 \times 0,891) = 3,046$  Nilai IOS untuk perusahaan AKRA adalah 3,046

#### Analisis Deskriptif

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi, data kepemilikan orang dalam (*insider ownership*), kepemilikan institusional, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Statistik deskriptif variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini disajikan pada tabel 7.

**Tabel 7**  
**Descriptive Statistics**

		Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MV	96	.03625	5.45284	.8500773	.99701378
DEBT	96	.00475	.67727	.3685181	.17281447
DIV	96	.00080	1.05040	.2785854	.23847024
INVEST	96	-5.84131	68.34894	3.3606552	7.51332438
INSD	96	.00010	.31820	.0453625	.07115619
INST	96	.05640	.96850	.6051583	.19105250
Valid N (listwise)	96				

Dari tabel 7 di atas dapat dijelaskan bahwa nilai perusahaan (MV), selama periode penelitian memiliki nilai rata-rata sebesar 0,850 dan standar deviasi 0,997. Variabel hutang (DEBT) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,368 dengan standar deviasi sebesar 0,172. Variabel dividen (DIV) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,278

dengan standar deviasi sebesar 0,238. Variabel investasi (INVEST) memiliki nilai rata-rata sebesar 3,360 dengan standar deviasi sebesar 7,513. Variabel *insider ownership* (INSD) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0453 dengan standar deviasi 0,071. Variabel kepemilikan institusional

(INST) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,605 dengan standar deviasi 0,191.

### Uji Asumsi Klasik

#### Uji Multikolinearitas

Untuk membuktikan ada satu atau tidaknya pelanggaran multikolinearitas

dapat digunakan Uji VIF yaitu apabila nilai VIF kurang dari 5 atau besarnya toleransi lebih dari 0,1. Hasil uji multikolinearitas dapat ditunjukkan pada tabel 8.

**Tabel 8**  
**Uji Multikolinariaritas**

Variabel Bebas	Toleransi	VIF	Kesimpulan
DEBT	.956	1.046	Tidak terjadi Multikolinearitas
DIV	.922	1.084	Tidak terjadi Multikolinearitas
INVEST	.867	1.154	Tidak terjadi Multikolinearitas
INSD	.809	1.236	Tidak terjadi Multikolinearitas
INST	.755	1.324	Tidak terjadi Multikolinearitas

**Tabel 9**  
**Hasil Uji Hipotesis**

Model	Unstandardized Coefficients	t	Sig.	Keterangan	Simpulan Hasil Uji Hipotesis
	B	Std. Error			
(Constant)	1.073	.453	2.369	.020	Signifikan
DEBT	.615	.547	1.124	.264	Tidak Signifikan
DIV	.479	.403	1.188	.238	Tidak Signifikan
INVEST	.041	.013	3.109	.003	Signifikan
INSD	.798	1.443	.553	.582	Tidak Signifikan
INST	-1.251	.556	-2.249	.027	Signifikan
Adjusted R Square	0.184				
F Hitung	5.291				
Sig-F	0.00026				

Dari hasil uji multikolinearitas ditemukan bahwa semua variabel bebas mempunyai nilai toleransi lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF kurang dari 5, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala multi-kolinariaritas dalam model penelitian ini.

#### Uji Heterokedastisitas

Uji Heterokedastisitas untuk mengetahui apakah terdapat variasi dari semua gangguan ( $\epsilon_i$ ) yang tidak konstan. Untuk mendeteksi ada tidaknya heterokedastisitas menggunakan uji *Breusch-Padan-Godfrey* (BPG) (Wihandaru, 2004). Dengan melakukan regresi terhadap nilai  $p$  ( $e^2/\delta^2$ ) sebagai dependen dengan masing-masing variabel independent, hasilnya menunjukkan:

$$\text{Nilai } X^2_{\text{hitung}} = 8,688$$

Nilai  $X^2_{\text{tabel}}$

Dengan  $\alpha = 5\%$ ;  $df = 5-1 = 4$ , diperoleh nilai  $X^2_{\text{tabel}}$  sebesar 9,488.

Nilai  $X^2_{\text{hitung}} (8,688) < X^2_{\text{tabel}} (9,488)$ , maka dapat disimpulkan model tidak terjadi heterokedastisitas.

#### Uji Hipotesis

Berdasarkan teori-teori yang dikemukakan sebelumnya maka telah diajukan hipotesis bahwa *insider ownership*, *institutional ownership*, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta antara tahun 2002 sampai dengan 2006. Selanjutnya peneliti akan menguji hipotesis yang diajukan tersebut dengan menganalisis histori data-

data perusahaan dengan uji regresi linier berganda pada table 9. Berdasarkan Tabel 9, Keputusan keuangan yaitu kebijakan hutang dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan sedangkan investasi sesuai dengan hipotesis yang menyatakan bahwa investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Struktur kepemilikan khususnya yaitu kepemilikan pihak dalam, tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### **Pembahasan**

Hasil regresi pada variabel kebijakan hutang (DEBT) terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan. Hasil riset ini tidak mendukung hipotesis yang menyatakan kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Modigliani dan Miller (1963) dalam Mamduh (2004) yang menyatakan bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Hasil riset yang menunjukkan bahwa kebijakan hutang pengaruhnya tidak signifikan terhadap perusahaan, boleh jadi hal ini dikarenakan kebijakan hutang menimbulkan *trade-off* antara penghematan pajak dengan risiko kebangkrutan, sehingga hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian keputusan keuangan lainnya menunjukkan bahwa pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan. Artinya, boleh jadi hal ini disebabkan oleh perilaku investor yang lebih menyukai kenaikan nilai modal (*capital gains*) dibandingkan pembagian dividen dikarenakan lebih memilih prospek jangka panjang dalam berinvestasi. Dengan

kata lain temuan ini tidak relevan dengan teori *bird in the hand theory* yang bermakna bahwa pemegang saham lebih menyukai dividen tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi dibandingkan dengan dividen yang akan dibagikan di masa depan dan *capital gains*. Sejumlah kalangan memperdebatkan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan (harga saham) dengan kata lain, kebijakan dividen sebenarnya tidak relevan untuk dipersoalkan. Penganjur utama teori ketidakrelevanan dividen (*dividend irrelevance theory*) adalah Merton Miller dan Franco Modigliani (MM). Mereka berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba serta risiko bergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi diantara dividen dan laba ditahan (atau pertumbuhan). MM berdalih (dan memang hal ini benar) bahwa semua teori ekonomi didasarkan pada asumsi-asumsi yang disederhanakan dan bahwa keabsahan suatu teori harus dibuktikan berdasarkan pengujian empiris, tidak berdasarkan realitas dari asumsi-asumsinya (Brigham, 1990). Kesimpulannya, temuan ini tidak mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian lebih lanjut menunjukkan bahwa pengaruh keputusan investasi (INVEST) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, temuan ini mendukung dan konsisten dengan hasil penelitian Hasnawati (2005). Apabila dikaji melalui teori sinyal (*signaling theory*), hasil penelitian ini mendukung teori tersebut. Pengeluaran modal perusahaan tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Karena jenis investasi tersebut akan memberi sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan dimasa yang akan datang dan mampu meningkatkan nilai pasar perusahaan (Fama & French 1998, dalam Hasnawati 2005). Efek langsung keputusan

investasi terhadap nilai perusahaan merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi oleh perusahaan itu sendiri.

Hasil pengujian regresi terhadap struktur kepemilikan, menunjukkan bahwa pengaruh *insider ownership* terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan. Temuan riset ini tidak relevan dengan hasil penelitian Soliha dan Taswan (2002) yang mengindikasikan bahwa kepemilikan insider merupakan insentif bagi peningkatan kinerja perusahaan, dimana para investor memandang proporsi kepemilikan saham sebagai sinyal yang baik. Variabel *insider ownership* hasilnya tidak signifikan, dapat terjadi karena persentase kepemilikan saham oleh insider pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) relatif kecil pada beberapa perusahaan.

Dari observasi tahun 2002-2006 pada 96 perusahaan tahun (*firms-year*) sample perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang memiliki nilai kepemilikan saham oleh insider rata-rata sebesar 4,5%. Dengan kepemilikan saham oleh manajer atau *insider* yang kecil maka manajer akan merasa kurang atau bahkan tidak merasa menanggung konsekuensi atas tindakannya, sehingga memungkinkan manajer bertindak oportunistik dan *perquisites*. Sedangkan masalah keagenan yang lain adalah dengan kepemilikan saham oleh manajer yang kecil menyebabkan kurangnya pengawasan dari pihak perusahaan kepada pihak para agen. Kurangnya pengawasan dari pihak perusahaan kepada para agen/manajer berdampak pada tidak signifikannya pengaruh *insider ownership* terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian pada variabel kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini tidak mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini tidak mendukung teori terdahulu yang dikemukakan oleh Bathala dkk (1994) bahwa kepemilikan saham oleh institusional merupakan mekanisme untuk mengontrol masalah keagenan antara manajer dan

pemegang saham mempunyai hubungan yang positif dengan nilai perusahaan. Hasil riset pada variabel kepemilikan institusional memiliki nilai rata-rata sebesar 60% dan variabel ini berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan mengindikasikan bahwa meningkatnya kepemilikan institusional menyebabkan timbulnya masalah keagenan antara kepemilikan institusional dengan perusahaan, karena memiliki kepentingan yang berbeda sehingga kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

## PENUTUP

### Simpulan

Hasil uji F secara simultan pada variabel kebijakan hutang, kebijakan dividen dan keputusan investasi kepemilikan *insider*, kepemilikan institusional, menunjukkan ada pengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap nilai perusahaan. Secara statistik 18,4% variasi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh kebijakan hutang, kebijakan dividen dan keputusan investasi, variabel kepemilikan *insider*, kepemilikan institusional, sedang sisanya sebesar 81,6% dijelaskan variabel lain di luar model.

Selanjutnya, hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa hanya variabel keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Adapun variabel kepemilikan *insider*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal yang menarik dalam penelitian ini adalah pengaruh negative dan signifikannya variabel institusional terhadap nilai perusahaan, dimana hal ini mengindikasikan bahwa meningkatnya kepemilikan institusional menyebabkan timbulnya masalah keagenan antara kepemilikan institusional dengan perusahaan, karena memiliki kepentingan yang berbeda. .

### Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan, diantaranya: periode pengamatan relatif pendek, yaitu periode 2002-2006 dan jumlah

sampel yang terbatas dapat mengakibatkan hasil penelitian kurang dapat digeneralisir. Selain itu, proksi-proksi IOS dalam penelitian ini hanya menggunakan lima variabel yang berbasis harga dan berbasis investasi.

### Saran

Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan periode waktu yang lebih panjang sehingga hasil yang diperoleh menjadi lebih akurat dengan menggunakan proksi-proksi IOS yang seimbang jumlahnya baik proksi berbasis harga, investasi maupun yang berbasis varian untuk membentuk proksi gabungan. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat mengembangkan variabel kepemilikan *insider* dengan memisahkan antara kepemilikan *insider* tinggi dan rendah seperti penelitian yang dilakukan oleh Himmelberg dkk (1999).

### DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, Anub., dan Knoeber, C.R., 1996, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problem Between Managers and Shareholder", *Journal of Financing and Quantitative Analysis*, Vol . 31, no. 3, September 377-397.
- Atmaja, L. S., 1999, *Manajemen Keuangan*, Edisi revisi, Perbit Andi Yogyakarta
- Bathala C. T., K.P. Moon, dan R.P. Rao., 1994, "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective", *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, 38-49.
- Brigham, Eugene, F., Gapenski, Louis, C., Daves, Philip, R., 2000, *Intermediate Financial Management*, 6 th edition, The Dryden Press, Orlando
- Cooper, D.E., and Emory,W., 1995, *Business Research Methods*, Fifth Edition, Irwin Inc,
- Easterbrook, F., 1984, "Two Agency Cost Explanations of Dividends." *American Economic Review*, September , hlm. 650-659
- Fama, Eugene F., dan French, Kenneth R., 2000, Testing Trade off and Pecking Order Predictions about Dividend and Debt", *Working Paper*, University of Chicago
- Gaver J. Jenniver dan Gaver Kenneth M, 1993, "Additional Evidence on the association between the investment opportunity set and Corporate Financing dividend and compensation", *Journal of accounting and Economics*, 125-160
- Gujarati,D., 1999, *Ekonometrika Dasar*, Erlangga, Jakarta.
- Hasnawati, 2005, "Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen Terhadap Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta", *Usahawan*: No. 09/Th XXXIX, September 2005.
- Hair, Joseph " *Multivariate Data Analysis with Reading*", 1999, Prentice Hall International USA
- Himmelberg,C.P, R.G. Hubbard, D. Palia, (1999), "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Financial Economics*, 53, hlm. 353-383
- Jensen dan Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics*, Oktober, 1976, Vol. 3, No. 4, 305-360.
- Kallapur, S dan M.A Trombley., 1999, "The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business Finance & Accounting*, 26, pp 505-519
- Lela, Hindasah, 2005, "Kinerja Perusahaan dan Mekanisme untuk Mengontrol Masalah Keagenan antara Manajer dan Shareholder" *Jurnal Utilitas* Vol. 13 No. 1 Januari 2005, 71-91.
- Mamduh, 2004, "Manajemen Keuangan", BPFE, Yogyakarta
- Modigliani, F & Miller., M., H., 1958, "The cost of Capital corporation Finance

- and The Theory of Investment'. *The American Economic Review*, 13(3), pp 261-297
- Moh'd, .A., Perry,L.G., and Rimbey, J.M., (1998), "The impact of Ownership structure on Corporate Debt Policy: Time-Series Cross-Sectional Analysis", *The Financial Review*, Vol 33, hlm. 85-98
- Myers, Stewart C., 1977, "Determinant of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, volume 9, no 3, pp 385-398
- Smith, Jr.C. W & Watts., RL., 1992, "The Investment Opportunity set and Corporate Financing, dividend, and compensation Policies", *The Journal of Financing Economics*, December, pp 263-292
- Soliha dan Taswan 2002, "Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, September 2002, Semarang.
- Tarjo, 2005, "Analisis Free Cash Flow dan Kepemilikan *Manajerial* Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 8, No.1, 82-104.
- Untung, Wahyudi, 2006, "*Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening*" Simposium Nasional Akuntansi 9, Padang 23-26.
- Wihandaru, 2004, "*Ekonometrika Pengantar*", UPFE, Yogyakarta.