

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI
PERUSAHAAN DENGAN KEPUTUSAN KEUANGAN SEBAGAI
VARIABEL INTERVENING PADA PERUSAHAAN DALAM
INDUSTRI MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA TAHUN 2009**

Khalisa Rahmina Suryani
(Program Magister Manajemen Universitas Lambung Mangkurat)
Redawati
(Universitas Lambung Mangkurat)

ABSTRACT

This research aimed at empirically proving both direct and indirect influence of ownership structure to the firm value with financial decision as intervening variable on manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange 2009. The object is 56 manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange 2009.

This research uses path analysis with SPSS 16.0 version as analyzing tools. The result of this study indicate that both institutional ownership and managerial ownership directly and indirectly do not influence the investment decision, the financing decision and the dividend policy. Ownership structure does not influence the firm value. The investment decision influences the financing decision and the dividend policy but the financing decision does not influence the dividend policy. As a whole the investment decision, financing decision and the dividend policy influence the firm value.

Keywords :

Ownership Structure, Financial Decision, Firm Value, Path Analysis

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan secara empiris adanya pengaruh baik secara langsung maupun tidak langsung antara struktur kepemilikan dan keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009. Objek penelitian ini adalah 56 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009.

Penelitian ini menggunakan analisis jalur (path analysis) dengan SPSS versi 16.0 sebagai alat analisis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan, baik itu kepemilikan institusional maupun kepemilikan manajerial tidak berpengaruh

terhadap keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi berpengaruh terhadap keputusan pendanaan dan kebijakan dividen, tetapi keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Secara keseluruhan, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci :

Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan, Nilai Perusahaan, Analisis Jalur

PENDAHULUAN

Secara normatif, sebuah perusahaan didirikan dan beroperasi untuk memaksimalkan keuntungan bagi pemiliknya (pemegang saham) melalui pelaksanaan fungsi-fungsi pengelolaan atau manajemen keuangan. Terlebih pada kondisi krisis, pengelolaan yang baik akan sangat berpengaruh pada pencapaian tujuan perusahaan. Fungsi-fungsi manajemen keuangan perusahaan biasanya didelegasikan oleh pemegang saham kepada manajer sebagai pelaksana operasi perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan atau *agency relationship* muncul ketika satu atau lebih individu (majikan) menggaji individu lain (agen atau karyawan) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen atau karyawannya. Tidak jarang pada prosesnya manajer bekerja tidak sejalan dengan tujuan perusahaan, tetapi lebih kepada bagaimana operasional perusahaan dapat efisien sehingga meningkatkan keuntungan perusahaan bahkan peningkatan kemakmuran untuk diri pribadi. Perbedaan kepentingan (*conflict of interest*) tersebut menimbulkan konflik yang disebut masalah keagenan (*agency problem*).

Masalah keagenan (*agency problem*) dapat terjadi dalam kaitannya terhadap pengambilan keputusan-keputusan keuangan perusahaan agar sesuai dengan tujuan perusahaan. Terlebih ketika menghadapi kondisi ekonomi yang tidak stabil akibat krisis global yang terjadi. Pengambilan keputusan-keputusan keuangan yang tepat berdasarkan sudut pandang pemegang saham, manajer dan kreditor akan sangat berpengaruh terhadap kelangsungan perusahaan dan pencapaian tujuan perusahaan. Keputusan-keputusan keuangan tersebut mencakup keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen.

Menurut Brealey & Myers (2000) keputusan investasi sangat penting karena akan mempengaruhi keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan dan merupakan inti dari seluruh analisis keuangan. Keputusan investasi dapat berperan sebagai mekanisme transmisi antara kepemilikan dan nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Pertimbangan kondisi keuangan perusahaan perlu diperhatikan untuk membelanjai kebutuhan investasi, lebih lebih pada kondisi krisis global yang terjadi. Analisis keuangan yang cermat untuk berinvestasi harus dilakukan oleh perusahaan berdasarkan ketersediaan dana di dalam perusahaan sebelum pengambilan keputusan berinvestasi dilakukan. Sumber-sumber dana dapat berasal dari sumber internal (*internal financing*) maupun sumber eksternal (*external financing*) perusahaan. Keputusan tentang asal atau sumber dana untuk membeli aktiva atau aset disebut keputusan pendanaan (Atmaja:1999). Sumber-sumber pembiayaan tersebut harus diperhatikan agar perusahaan memiliki beberapa alternatif pembiayaan

untuk menentukan struktur modal yang tepat bagi perusahaan. Para investor akan tertarik untuk menanamkan modalnya di perusahaan manakala investor memiliki keyakinan akan masa depan perusahaan yang biasanya ditunjukkan melalui pembayaran dividen dan *capital gain* sebagai bagian keuntungan yang diberikan oleh perusahaan (*Signalling theory*). Keuntungan yang dimiliki perusahaan dalam satu periode dapat dibagikan seluruhnya atau dibagikan sebagian kemudian sisanya ditahan oleh perusahaan sebagai laba ditahan (*retained earning*). Kalaupun dibagikan, sebagian investor biasanya lebih memilih dividen yang tinggi sehingga *retained earning* menjadi rendah. Dividen memiliki atau mengandung informasi (*informational content of dividend*) sebagai syarat akan prospek perusahaan (Rozeff, 1982). Manajer sebagai pihak yang menjalankan perusahaan (*insider*) cenderung memiliki informasi yang lebih banyak dan cepat mengenai data keuangan perusahaan dibandingkan pemegang saham (*owner*). Ketidakseimbangan informasi yang dimiliki antara manajer dan pemegang saham (*asymetric information*) cenderung membuat manajer menggunakan strategi kebijakan dividen untuk menangkal isu-isu yang tidak diharapkan oleh perusahaan di masa yang akan datang.

Agency problem dapat diatasi dengan melakukan pengawasan total terhadap kinerja manajer atau pengelola. Pengawasan tersebut membutuhkan biaya yang cukup besar untuk mengatasinya yang disebut dengan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan (*agency cost*) dapat berupa bonus hak kepemilikan saham dalam struktur kepemilikan saham perusahaan.

Struktur kepemilikan perusahaan adalah proporsi kepemilikan saham di dalam perusahaan (Sam, 2010). Kepemilikan institusional secara mayoritas akan mengurangi kemungkinan perusahaan untuk diakuisisi, sehingga meningkatkan keinginan manajer untuk memperbesar kepemilikan pada perusahaan. Menurut Fitri dan Mamduh (2003) dalam Wahyudi dan Pawestri (2006) semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan semakin meningkatkan pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan manajerial, semakin kecil kesempatan investor untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan.

Bagian hak kepemilikan saham manajerial ini diberikan oleh pemegang saham dengan harapan bahwa para pengelola perusahaan dapat lebih memiliki *sense of belonging* sehingga loyalitas, dedikasi, dan produktivitasnya bisa lebih meningkat terhadap perusahaan. Yang pada akhirnya mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan keuntungan bagi pemegang saham (Atmaja:1999). Memaksimalkan nilai perusahaan sama dengan memaksimalkan harga pasar saham. Memaksimalkan harga saham tidak sama dengan memaksimalkan keuntungan (*profit*) perusahaan (Atmaja:1999). Bagi manajer, tujuan memaksimalkan keuntungan akan mendorong manajemen perusahaan memilih proyek-proyek yang menjanjikan keuntungan besar. Sedangkan untuk menanamkan modalnya, investor melihat nilai perusahaan melalui harga saham.

Berbagai penelitian mengenai struktur kepemilikan, keputusan keuangan, dan nilai perusahaan dalam kerangka *agency problem* telah banyak dilakukan. Salah satunya adalah Wahyudi dan Pawestri (2006) yang melakukan penelitian terhadap seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan dan keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan data tahun 2003. Masalah yang sama juga diteliti oleh Maisarah (2010) terhadap perusahaan dalam industri manufaktur dengan data tahun 2005. Menurut Jensen dan Meckling (1976) industri-industri dengan regulasi yang tinggi seperti *public utilities* atau bank akan mempunyai *Debt Equity Ratio (DER)* yang tinggi yang se-ekuivalen dengan tingginya risiko yang melekat pada industri yang bersangkutan daripada *non-regulated firms*. Variabel penelitian yang berbeda dengan Wahyudi dan Pawestri

(2009) dan Maisarah (2010) digunakan oleh peneliti untuk mewakili nilai perusahaan, yaitu *Tobin's Q ratio*. *Tobin's Q ratio* merupakan salah satu alternatif yang digunakan dalam menilai nilai perusahaan karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap dolar investasi inkremental. Selain itu, *Tobin's Q ratio* dianggap lebih mampu merefleksikan nilai perusahaan dalam kerangka teori keagenan.

Rumusan Masalah

Dari latar belakang tersebut diatas dapat dirumuskan permasalahan berikut :

1. Apakah struktur kepemilikan berpengaruh terhadap keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen?
2. Apakah struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
3. Apakah keputusan investasi berpengaruh terhadap keputusan pendanaan dan kebijakan dividen?
4. Apakah keputusan pendanaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen?

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Keagenan

Kemakmuran pemegang saham sebagai tujuan dari berdirinya perusahaan tidak lepas dari peran manajer sebagai pelaksana di lapangan yang digaji oleh pemegang saham. Hubungan tersebut merupakan hubungan keagenan atau *agency relationship*. Menurut Jensen dan Meckling (1976), hubungan keagenan atau *agency relationship* muncul ketika satu atau lebih individu (majikan) menggaji individu lain (agen atau karyawan) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen atau karyawannya. Hubungan seperti ini bisa muncul antara 1). pemegang saham dengan manajer, 2) pemegang saham dengan pemegang hutang dan 3) pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

Pemegang saham sebagai pemilik perusahaan berharap agar manajer bekerja untuk memaksimalkan pemegang saham melalui maksimisasi nilai perusahaan. Manajer sebagai individu memiliki kepentingan pribadi yang mungkin tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Ada dua motivasi dasar manajer, yaitu 1) manajer berusaha untuk menguasai sumberdaya agar tidak terjadi kebangkrutan (*survival*), 2) manajer ingin mengambil keputusan yang bebas dari tekanan pihak luar. Motivasi tersebut membuat manajer cenderung bekerja untuk memaksimalkan kemakmuran perusahaan. Perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer tersebut memicu konflik yang dikenal dengan masalah keagenan (*agency problem*).

Masalah keagenan (*agency problem*) dapat diatasi oleh pemegang saham dengan melakukan pengawasan secara total terhadap kinerja manajer. Pengawasan tersebut membutuhkan biaya yang disebut dengan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan dapat berupa pemberian kompensasi tertentu terhadap kinerja manajer seperti pemberian bonus kepemilikan perusahaan (saham perusahaan) oleh pemegang saham. Selain itu, peran pasar tenaga kerja manajer pun dapat membantu mengatasi masalah keagenan karena adanya kekhawatiran manajer untuk di-PHK jika prestasi manajer jelek, dan adanya kemungkinan aktivitas pengambilalihan (*takeover*) perusahaan oleh perusahaan lain sehingga manajer yang perusahaannya diambil alih tidak lagi dipekerjakan.

Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan adalah jumlah atau proporsi kepemilikan saham perusahaan. Struktur kepemilikan saham terdiri dari kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kepemilikan publik, dan kepemilikan keluarga.

Kepemilikan Institusional merupakan jumlah proporsi saham yang dimiliki oleh perusahaan. Kepemilikan institusional umumnya terdiri dari perusahaan atau lembaga-lembaga publik seperti *pension fund, investment companies, life insurance companies, mutual funds*, dan yang sejenisnya. Selain itu dapat juga terdiri dari perusahaan-perusahaan *holding companies* yang masih merupakan perusahaan-perusahaan keluarga dimana pihak manajemen perusahaan masih merupakan bagian dari perusahaan-perusahaan keluarga tersebut (Sudarma, 2004 dalam Sugeng 2009).

Kepemilikan manajerial adalah jumlah proporsi saham yang dimiliki oleh manajemen perusahaan seperti manajer. Jensen & Meckling (1976) mengemukakan bahwa perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi akan membuat *agency cost* di dalam perusahaan rendah, karena adanya kemungkinan penyatuan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer yang memiliki fungsi ganda sebagai *agent* sekaligus *principal*.

Keputusan Keuangan

Keputusan keuangan adalah keputusan yang harus diambil dalam operasional perusahaan terkait dengan keuangan perusahaan, baik itu sisi aktiva maupun sisi pasiva perusahaan. Keputusan keuangan dari sudut pandang perusahaan terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan tujuan operasional sebuah perusahaan yang tercermin melalui harga sahamnya. Nilai perusahaan dapat diketahui dengan analisis rasio, antara lain :

a. Price Book Value (PBV)

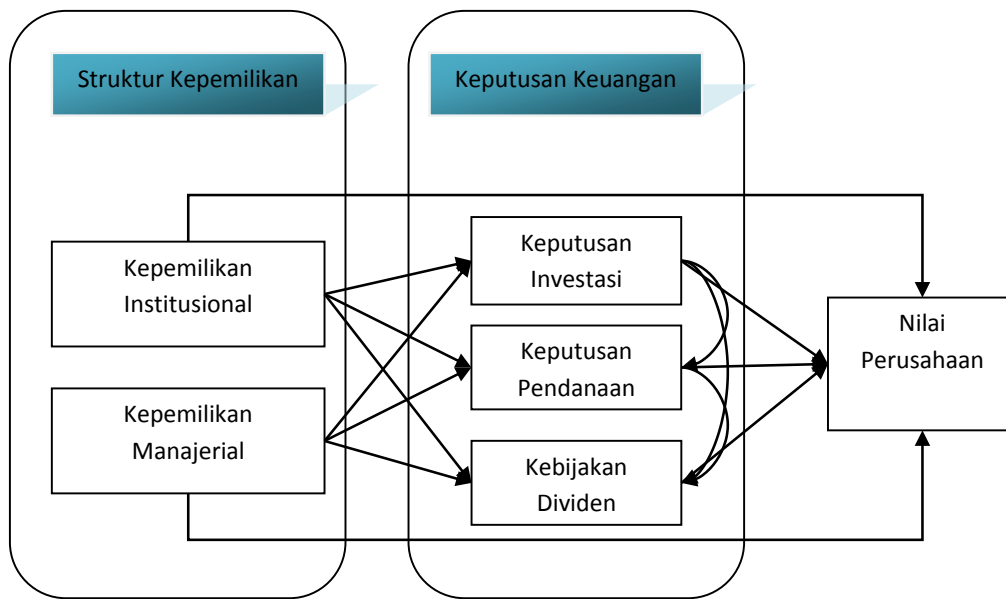
Yaitu rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang tumbuh.

b. Tobin's Q Ratio

Tobin's Q Ratio adalah perbandingan antara penilaian pasar (nilai pasar ekuitas yang ditambah nilai buku kewajiban) dibagi dengan biaya reproduksi atau *replacement* (nilai buku ekuitas yang ditambah nilai buku kewajiban) (Wikipedia, 2010). Penelitian yang dilakukan oleh Copeland (2002), Lindenberg dan Ross (1981) yang dikutip oleh Herawaty (2009) menunjukkan bagaimana rasio-q dapat diterapkan pada masing-masing perusahaan. Mereka menemukan bahwa beberapa perusahaan dapat mempertahankan rasio-q yang lebih besar dari satu.

Kerangka Pikiran

Berdasarkan tinjauan pustaka dapat dibangun kerangka pikiran sebagai berikut :



Gambar 3.1. Model Penelitian

Hipotesis Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, penelitian terdahulu, dan kajian teoritis yang relevan dengan penelitian ini, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

- H1 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap keputusan investasi
- H2 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap keputusan investasi
- H3 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan
- H4 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan
- H5 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
- H6 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
- H7 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H8 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H9 : Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan
- H10 : Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
- H11 : Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
- H12 : Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H13 : Keputusan Pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H14 : Keputusan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini adalah penelitian kausalitas dengan pendekatan kuantitatif. Tempat penelitian adalah Bursa Efek Indonesia.

Unit analisis penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009 yang telah dipublikasikan.

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan membuat serta mempublikasikan laporan keuangan tahun 2009 dalam *Indonesian Capital Market Directory 2010* dengan jumlah 146 perusahaan. Sampel pada penelitian ini diambil dengan kriteria-kriteria (*purposive sampling*) sebagai berikut :

1. Membuat dan menerbitkan Laporan Keuangan Tahun 2009 dalam *Indonesian Capital Market Directoy 2010*
2. Memiliki ekuitas positif
3. Memiliki laba bersih setelah pajak (*earning after tax/EAT*) positif
4. Melakukan pembagian dividen

Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut maka didapat jumlah perusahaan yang tidak memenuhi kriteria sebanyak 90 perusahaan.

Jumlah populasi sebanyak 146 perusahaan kemudian dikurangi jumlah perusahaan yang tidak memenuhi kriteria pengambilan sampel sebanyak 90 perusahaan maka didapatkan sebanyak 56 perusahaan yang layak dijadikan sampel penelitian.

Penelitian ini menggunakan kepemilikan institusional (IO/X1), kepemilikan manajerial (MO/X2), keputusan investasi(KI/X3), keputusan pendanaan(KP/X4) dan kebijakan dividen (KD/X5) sebagai variabel bebas (*independent variable*) untuk menentukan nilai perusahaan (FV/Y) sebagai variabel terikat (*dependent variable*).

Penelitian ini menggunakan data dokumentasi yang dikumpulkan dalam bentuk buku *Indonesian Capital Market Directory 2010*.

Jenis data penelitian ini adalah data sekunder perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 yang diambil dari *Indonesian Capital Market Directory 2010*.

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur (*path analysis*). Bangunan model yang digunakan dalam analisis jalur (*path analysis*) dalam penelitian ini adalah model kausal sederhana. Model ini menggunakan teknik statistik analisis regresi berganda yang mengukur pengaruh atau derajat hubungan antar kepemilikan institusional (IO) dan kepemilikan manajerial (MO) sebagai variabel eksogen (*independent variable*) terhadap nilai perusahaan (NP) sebagai variabel endogen (*dependent variable*) dengan keputusan investasi (KI), keputusan pendanaan (KP), dan kebijakan dividen (KD) sebagai variabel *intervening* pada perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009.

HASIL PENELITIAN

5.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Penelitian ini menggunakan seluruh populasi penelitian yang memenuhi kriteria pengambilan sampel. Penelitian ini menggunakan 56 perusahaan dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009. Manufaktur adalah suatu cabang industri yang mengaplikasikan peralatan dan suatu medium proses untuk transformasi bahan mentah menjadi barang jadi untuk dijual. Upaya ini melibatkan semua proses antara yang dibutuhkan untuk produksi dan integrasi komponen-komponen suatu produk. Industri manufaktur merupakan penopang utama industri di sebuah negara, termasuk Indonesia. Perkembangan industri manufaktur dapat digunakan untuk

melihat perkembangan industri secara nasional di sebuah negara. Perkembangan ini dapat dilihat baik dari aspek kualitas produk yang dihasilkannya maupun kinerja industri secara keseluruhan.

5.2 Hasil Analisis Data

Hasil pemeriksaan asumsi yang melandasi

- Hubungan antar variabel dalam model *path analysis* harus linier dan aditif.
Hasil uji linearitas melalui diagram normal p-p plot dari hasil output SPSS menunjukkan titik-titik berada di sekitar garis lurus. Hal ini menunjukkan bahwa model penelitian ini adalah berbentuk linear dimana terdapat hubungan linear antar variabel pengamatan. Model dibuat dalam bentuk penjumlahan yang menunjukkan hubungan aditif antar variabel.
- Hanya model rekursif yang dapat dipertimbangkan
Path analysis hanya mempertimbangkan model rekursif, yaitu hanya sistem aliran kausal ke satu arah. Pada model yang mengandung kausal resiprokal tidak dapat dilakukan analisis *path*. Model dikatakan rekursif bila memenuhi asumsi-asumsi :
 - Antara variabel epsilon (ϵ_i) saling bebas
Model penelitian menunjukkan bahwa antar variabel epsilon ($\epsilon_1, \epsilon_2, \epsilon_3$, dan ϵ_4) saling bebas (tidak terikat dengan variabel lain)
 - Antara $\epsilon_1, \epsilon_2, \epsilon_3$, dan ϵ_4 dengan X_1, X_2, X_3, X_4, X_5 dan Y saling bebas
Model penelitian menunjukkan bahwa antara $\epsilon_1, \epsilon_2, \epsilon_3$, dan ϵ_4 dengan X_1, X_2, X_3, X_4, X_5 dan Y saling bebas.
- Variabel endogen memiliki sistem aliran *causal* ke satu arah
Variabel endogen adalah variabel yang menjadi tujuan anak panah, yaitu X_3, X_4, X_5 dan Y. Variabel endogen pada model penelitian ini memiliki sistem aliran ke satu arah ditunjukkan oleh anak panah satu arah (bukan bolak-balik) yang menuju ke arahnya. Hasil uji model menyimpulkan bahwa model memenuhi asumsi model rekursif.
- Variabel endogen minimal dalam skala ukur interval
Variabel endogen X_3, X_4, X_5 dan Y pada model menggunakan skala pengukuran rasio, sehinggalah dapat disimpulkan bahwa asumsi variabel endogen minimal dalam skala ukur interval telah terpenuhi.
- *Observed variables* diukur tanpa kesalahan
Pengukuran validitas dan reliabilitas *instrument* tidak dilakukan, karena data yang digunakan merupakan data yang dikumpulkan dari hasil dokumentasi berupa data sekunder tahun 2009 yang dipublikasikan oleh BEI dalam *Indonesia Capital Market Directory 2010*, sehingga validitas dan reliabilitas instrument sudah tidak diragukan lagi.
- Model yang dianalisis diidentifikasi dengan benar
Model penelitian ini telah memenuhi asumsi bahwa model yang dianalisis telah diidentifikasi dengan benar karena model dibangun berdasarkan teori, konsep dan penelitian terdahulu yang dijelaskan pada BAB II.

Hasil pendugaan parameter atau perhitungan koefisien *path*

Pendugaan parameter dengan metode OLS dilakukan dengan menggunakan software SPSS versi 16.0 melalui analisis regresi dengan hasil sebagai berikut :

Tabel 5.1 Koefisien *path* pengaruh langsung

Notasi Pengaruh	Besarnya pengaruh
P ₁	- 0.078
P ₂	- 0.075
P ₃	- 0.063
P ₄	- 0.160
P ₅	0.008
P ₆	- 0.084
P ₇	- 0.256
P ₈	- 0.060
P ₉	0.334
P ₁₀	0.492
P ₁₁	0.200
P ₁₂	0.210
P ₁₃	- 0.069
P ₁₄	- 0.068

Sumber : Hasil olah data persamaan 1-4

Koefisien *path* pengaruh tidak langsung adalah sebagai berikut:

Tabel. 5.2 Koefisien Path Pengaruh Tidak Langsung

Notasi pengaruh tidak langsung	Besarnya pengaruh
P ₁ x P ₁₀	- 0.038376
P ₂ x P ₁₁	- 0. 015
P ₃ x P ₁₂	- 0.01323
P ₁ x P ₇ x P ₁₁	0.0010764
P ₂ x P ₈ x P ₁₂	0.000945
P ₁ x P ₇ x P ₈ x P ₁₂	- 0.0002515968
P ₄ x P ₁₀	- 0.07872
P ₅ x P ₁₁	0.0016
P ₄ x P ₇ x P ₁₁	0.008192
P ₆ x P ₁₂	- 0.01764
P ₅ x P ₈ x P ₁₂	- 0.0001008
P ₄ x P ₇ x P ₈ x P ₁₂	-0.000516096

Sumber : Hasil olah data persamaan 1-4

Hasil pemeriksaan validitas model

Sahih tidaknya suatu hasil analisis bergantung pada terpenuhi atau tidaknya asumsi yang melandasinya. Terdapat dua indikator validitas model di dalam analisis *path*, yaitu:

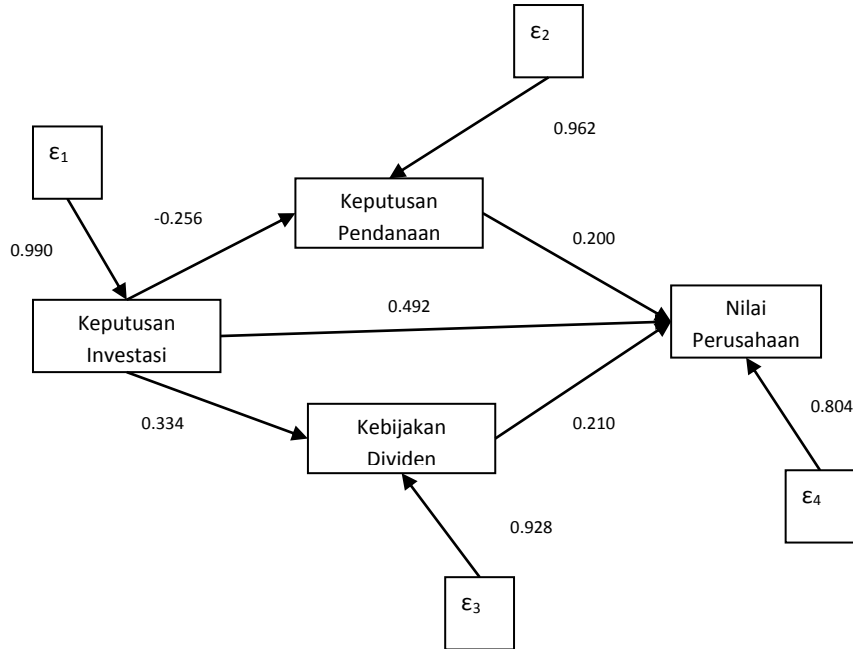
- a. Koefisien Determinasi Total (R²)

Total keragaman data yang dapat dijelaskan oleh model penelitian ini adalah

$R^2_m = 0.4951$

b. Theory Trimming

Berdasarkan *theory trimming*, jalur-jalur yang tidak signifikan dibuang sehingga diperoleh model baru sebagai berikut :



Interpretasi Hasil Analisis Data

Sebesar 49,51 % variabilitas nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen, sedangkan sisanya sebesar 50,49% disebabkan oleh variabel-variabel lain diluar model. Analisis *path* menghasilkan model baru yang menunjukkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen, sedangkan struktur kepemilikan baik itu kepemilikan institusional maupun kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengaruh total dari keputusan investasi terhadap nilai perusahaan adalah 0.61334. Variabel yang paling dominan berpengaruh terhadap nilai perusahaan adalah keputusan investasi melalui pengamatan terhadap *price earning ratio* (PER) dengan tingkat signifikansi 0.000. Model terbaru menunjukkan bahwa variabel keputusan pendanaan dan kebijakan dividen merupakan variabel *moderating*.

Pengujian Hipotesis

a. Uji F

Berikut ringkasan hasil penelitian uji F masing-masing persamaan

Tabel 5.3 Ringkasan Hasil Uji F Persamaan 1 s.d 4

Persamaan	F _{penelitian}	Signifikansi F	Ftabel	Keterangan
1	0,503	0,608	5,06	Tidak berpengaruh
2	1,358	0,266	4,20	Tidak berpengaruh

3	2,036	0,103	3,72	Tidak berpengaruh
4	5,451	0,000	3,41	Berpengaruh

Sumber : Data yang diolah dari *output* SPSS persamaan 1-4

b. Uji t

Berikut hasil uji t (parsial) dari masing-masing persamaan :

Tabel 5.4 Hasil Uji-t Persamaan 1 s.d 4

Notasi Hipotesis	<i>Standardized beta</i>	Signifikansi t	Keterangan
H1	-0,078	0,626	Tidak berpengaruh
H2	-0,160	0,321	Tidak berpengaruh
H3	-0,075	0,635	Tidak berpengaruh
H4	0,008	0,958	Tidak berpengaruh
H5	-0,063	0,682	Tidak berpengaruh
H6	-0,084	0,586	Tidak berpengaruh
H7	-0,069	0,607	Tidak berpengaruh
H8	-0,068	0,607	Tidak berpengaruh
H9	-0,256	0,063	Berpengaruh
H10	0,334	0,017	Berpengaruh
H11	-0,060	0,657	Tidak berpengaruh
H12	0,492	0,000	Berpengaruh
H13	0,200	0,098	Berpengaruh
H14	0,210	0,092	Berpengaruh

Sumber : Data yang diolah dari *output* SPSS persamaan 1 – 4

Pembahasan

Struktur Kepemilikan dan Keputusan Keuangan

Hasil analisis data secara parsial dan simultan menunjukkan bahwa baik struktur kepemilikan baik kepemilikan institusional maupun kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap semua keputusan keuangan. Besar kecilnya proporsi kepemilikan saham tidak menentukan keputusan-keputusan yang diambil terkait dengan kondisi keuangan untuk operasional perusahaan. Adanya proporsi hak kepemilikan oleh manajer yang dianggap sebagai motivasi agar manajer bekerja dengan baik untuk mencapai tujuan perusahaan ternyata tidak memberikan jaminan bahwa manajer akan bekerja untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham.

Struktur Kepemilikan dan Keputusan Investasi

Hasil analisis data menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi. Artinya berapapun proporsi kepemilikan saham oleh institusi tidak akan berdampak apa-apa terhadap keputusan investasi yang dibuat dengan melihat *price earning ratio (PER)*. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006) dan Rohmatun (2009).

Struktur Kepemilikan dan Keputusan Pendanaan

Hasil analisis data menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006). Hasil ini menunjukkan bahwa pembagian *free-cash-flow* kepada pemegang saham institusi untuk kemudian diinvestasikan lagi sebagai bentuk keputusan pendanaan tidak dapat digunakan sebagai cara mengatasi *agency problem* yang terjadi antara pemegang saham dengan manajer. Adanya penambahan porsi kepemilikan saham oleh institusi tidak akan berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan untuk membayar hutang yang tercermin melalui *debt ratio (DR)* sebagai keputusan pendanaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Arimoerti (2003) yang menemukan pengaruh kepemilikan institusional terhadap keputusan pendanaan dalam penggunaan hutang.

Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen

Hasil analisis data menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006). Hasil ini tidak mendukung *agency cost model* (Jensen dan Meckling, 1976) dan Crutchley et. al (1999) bahwa kebijakan dividen yang rendah dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* yang timbul akibat konflik keagenan yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham.

Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan

Hasil analisis data menunjukkan bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Artinya, besar kecilnya proporsi kepemilikan institusional dan manajerial tidak mampu menentukan nilai suatu perusahaan. Siapapun pemilik saham, nilai perusahaan tidak akan terpengaruh. Nilai perusahaan dicapai dari kinerja perusahaan yang ditunjukkan oleh hasil dari operasional perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Maisarah (2010) yang tidak menemukan pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan

Hasil analisis data menunjukkan bahwa keputusan keuangan meliputi keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Artinya nilai perusahaan merupakan hasil dari pengelolaan keuangan sebagai bagian dari operasional perusahaan yang kemudian dinyatakan dalam bentuk keputusan-keputusan keuangan yang diambil.

Keputusan Investasi dan Nilai Perusahaan

Hasil analisis data menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengaruh yang ditunjukkan adalah pengaruh positif. Semakin baik keputusan investasi yang ditunjukkan oleh semakin tinggi *price earning ratio (PER)*, maka semakin tinggi nilai perusahaan. Adanya pengaruh positif ini menunjukkan hasil yang mendukung penelitian Maisarah (2010), tetapi tidak sejalan dengan hasil penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006).

Keputusan Pendanaan dan Nilai Perusahaan

Hasil analisis data menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengaruh yang ditunjukkan adalah pengaruh positif. Semakin baik keputusan

pendanaan yang ditunjukkan oleh penggunaan hutang perusahaan melalui *debt ratio* (DR), maka semakin tinggi nilai perusahaan.

Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Hasil analisis data menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengaruh yang ditunjukkan adalah positif. Semakin baik kebijakan dividen yang ditunjukkan oleh semakin tingginya *dividend payout ratio* (DPR), maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis yang digunakan dengan berpijak pada teori *bird-in-the-hand* dan *sygnalling hypothesis* bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Struktur kepemilikan, keputusan keuangan dengan nilai perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan baik secara langsung maupun melalui keputusan-keputusan keuangan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini bisa disebabkan oleh kecilnya proporsi saham manajerial dari sampel yang digunakan sehingga tidak dapat mengungkapkan pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan secara langsung maupun melalui keputusan keuangan dalam konteks *agency theory*. Hasil penelitian ini tidak mampu mengungkapkan bahwa pembagian hak kepemilikan saham dapat digunakan sebagai salah satu cara untuk mengatasi konflik keagenan karena nilai perusahaan hanya dipengaruhi oleh keputusan-keputusan keuangan. Keputusan investasi berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi *price earning ratio* (PER), semakin tinggi nilai perusahaan. Keputusan investasi juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan dengan melibatkan keputusan pendanaan yang dalam hal ini dilihat melalui *debt ratio* (DR). Semakin tinggi *price earning ratio* (PER) sebagai keputusan investasi, semakin rendah *debt ratio* (DR), maka semakin tinggi nilai perusahaan. Selain itu, keputusan investasi juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Implikasi Penelitian

Implikasi Teoritis

Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak menunjukkan bahwa melalui pengelolaan keputusan keuangan perusahaan, nilai perusahaan dapat meningkat sebagai dampak dari berubahnya proporsi kepemilikan pemegang saham karena pembagian hak kepemilikan kepada manajerial. Ada tidaknya pembagian hak kepemilikan kepada manajer tidak menjamin loyalitas dan kinerja manajer sejalan dengan tujuan perusahaan. Keputusan keuangan yang dianggap dapat memfasilitasi biaya keagenan ternyata tidak dapat dijadikan perantara untuk mencapai tujuan perusahaan melalui peningkatan nilai perusahaan.

Implikasi Manajerial

Struktur kepemilikan yang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dapat menjadi suatu bahan pertimbangan bagi perusahaan yang memiliki masalah keagenan untuk menyelesaikan masalah tersebut tanpa harus memberikan kompensasi pembagian hak kepemilikan manajerial. Perusahaan dapat berfokus pada *ratio-ratio* keputusan investasi, jika ingin meningkatkan nilai perusahaan. Semakin tinggi *price earning ratio* (PER), maka semakin tinggi *ratio tobins's q* sebagai ukuran nilai perusahaan. Perusahaan harus memperhatikan perubahan harga saham dan sedapat mungkin membuat harga saham naik, paling tidak tetap sehingga *price earning*

ratio akan menjadi tinggi. Alternatif lain yang dapat ditempuh perusahaan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan adalah dengan memperhatikan kebijakan dividen perusahaan. Kebijakan dividen yang baik dan tepat yang tercermin melalui tingginya *dividend payout ratio (DPR)* akan memperbesar pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi *price earning ratio (PER)* maka *dividend payout ratio (DPR)* pun akan semakin tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa keputusan investasi yang tepat akan berdampak terhadap kebijakan dividen yang akan dibuat perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil penelitian ini adalah :

1. Struktur kepemilikan, baik itu kepemilikan institusional maupun kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen.
2. Struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan
3. Keputusan investasi berpengaruh terhadap keputusan pendanaan dan kebijakan dividen
4. Keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen
5. Keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Saran

1. Keputusan keuangan semata-mata dibuat agar tujuan perusahaan dapat dicapai melalui kinerja yang baik pada manajemen dengan penyatuan kepentingan. Perhatian tidak hanya tertuju pada proporsi kepemilikan melainkan lebih kepada keputusan-keputusan keuangan yang dibuat.
2. Pemegang saham dapat menempatkan perwakilan mereka pada manajemen sehingga pemegang saham terlibat secara langsung terhadap kontrol dari kinerja manajemen perusahaan agar dapat meningkatkan nilai perusahaan.
3. Perusahaan harus benar-benar melakukan analisis terkait keputusan investasi agar dapat menentukan kebijakan struktur modal dan kebijakan dividennya sehingga nilai perusahaan dapat meningkat.
4. Penentuan kebijakan pembagian dividen perusahaan dapat merujuk pada keputusan investasi yang dibuat.
5. Pengelolaan yang baik dan tepat terhadap keputusan investasi, sumber dana dan keputusan untuk membagikan dividen atau tidak menjadi suatu rangkaian keputusan yang saling terkait sehingga penempatan sumber daya yang tepat pada setiap bagian analisis keputusan dapat mengantarkan perusahaan pada nilai yang lebih tinggi.
6. Penelitian lebih jauh mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dapat lebih dikembangkan dengan menggunakan variabel pengamatan yang berbeda pada objek dan periode pengamatan yang berbeda.

7. Penelitian selanjutnya dapat melakukan penambahan jumlah sampel agar dapat mengungkapkan pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan dalam konteks teori keagenan.
8. Penelitian selanjutnya dapat menjadikan keputusan keuangan sebagai variabel utama yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan
9. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel pengamatan lainnya dengan teori-teori manajemen keuangan yang berkaitan.

DAFTAR PUSTAKA

- Arimoerti, YP 2003, Pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1998-2000, <http://eprints.undip.ac.id/9602/1/2003MM22107>, [22 Maret 2011].
- Analysis, Path 2011, 'SEM disertai variabel moderating dan partial least square (teori dan praktek)', *Pelatihan structural equation modelling disertai variabel moderating dan partial least square (teori dan praktek dengan komputer)*, Fakultas Kedokteran Hewan Universitas Airlangga, Maret 2011
- Atmaja, LS 2001, *Manajemen keuangan*, ANDI, Yogyakarta.
- Brealey, RA & Myers, S 2004, *Principles of corporate finance, seventh edition, international edition*, McGrawHill, New York.
- Brigham, EF & Houston, JF 1999, *Manajemen keuangan* edisi bahasa Indonesia, Erlangga, Jakarta.
- Brigham, EF & Gapenski, LC 1996, *Intermediate Financial Management*, The Dryden Press, Florida.
- Crutchley, CE, Jensen, MRH, Jr, JSJ, Raymond, JE 1999, 'Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership', *International Review of Financial Analysis*, 8:2, pp. 177-197
- Ferdinand, A 2006, *Structural equation modelling*, FEKON UNDIP
- Gujarati, DN 2003, *International Edition Basic Econometrics Fourth Edition*, McGraw-Hill, New York.
- Hanafi, M 2004, *Manajemen keuangan* edisi 1. BPFE, Yogyakarta.
- Husnan, S 1998, *Kumpulan soal dan penyelesaiannya manajemen keuangan teori dan penerapan edisi 4*, BPFE, Yogyakarta
- Institute For Economic and Financial Research 2010, *Indonesian capital market directory 2010*, ECFIN, Jakarta.
- Jensen, MC & Meckling, WH 1976, 'Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360
- Keown, AJ, Scott, DF, Martin, JD, & Petty, JW 1999, *Dasar-dasar manajemen keuangan diindonesiakan oleh Djakman*, CD, Salemba Empat, Jakarta.

- Maisarah, N 2010, Pengaruh Keputusan Keuangan dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan, [22 Maret 2011].
- Randa, G 2008, Analisis pengaruh struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek indonesia 2004 -2007, <http://www.google.com> [5 Juni 2011].
- Rohmatun, S 2009, Pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan (studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2003-2007), <http://eprints.undip.ac.id/171667/>, [22 Maret 2011].
- Ross, S, Westerfield, RW, & Jordan, BD 2006, *Corporate finance fundamentals seventh edition international edition*, McGrawHill, New York.
- Rozeff, MS 1982, 'Growth, Beta, and Agency Costs as Determinant of Dividend Payout Ratio', *Journal of Financial Research*, vol. 5, pp. 249-259
- Sam, A 12 Juni 2010, *Struktur kepemilikan saham*, <http://www.sobatbaru.blogspot.com>, [6 Juni 2011].
- Salvatore, D 1982, *Statistic and Econometrics Including 640 Solved Problems Schaum's Outline Series In Economics*, McGraw-Hill Book Comapany, New York.
- Sarjono, H & Julianita, W 2011, *SPSS vs LISREL Sebuah Pengantar, Aplikasi untuk riset*, Salemba Empat, Jakarta.
- Sarwono, J 2007, *Analisis Jalur Untuk Riset Bisnis Dengan SPSS*, Edisi 1, ANDI, Jogjakarta.
- Sasudara, RN 2008, 'Dampak krisis finansial global terhadap sektor ekonomi dan perbankan', *Economic Review*, no.213, September 2008
- Solimun 2002, *Structural Equation Modeling LISREL dan AMOS*, FMIPA UNIBRAW, Malang.
- Sugeng, B 2009, 'Pengaruh struktur kepemilikan dan struktur modal terhadap kebijakan inisiasi dividen di Indonesia', *Jurnal Ekonomi Bisnis*, th.14, no.1, hal 37-48.
- Sugiyono, 2005, *Statistika untuk penelitian*, Alfabeta, Bandung.
- Sulaiman, Wahid 2004, *Analisis regresi menggunakan SPSS contoh kasus dan pemecahannya*, ANDI, Yogyakarta.
- Suta, IPGA, 2000, *Menuju pasar modal modern*, Yayasan SAD SATRIA BHAKTI, Jakarta.
- Wahyudi, U & Pawestri, SR 2006, 'Implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening', *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, K-AKPM 17, [24 Maret 2010].
- Wibowo, CB 2008, 'Dampak Krisis Keuangan Global Tahun 2008 Terhadap Ekonomi Indonesia', <http://www.caturbudiwibowo.blog>>
- Yamin, S & Kurniawan, H 2009, *Buku Aplikasi Statistik Ser 1 SPSS Complete Teknik Analisis Statistik Terlengkap dengan Software SPSS*, Salemba Infotek, Jakarta.