

# STRUKTUR KEPEMILIKAN SEBAGAI DETERMINAN NILAI PERUSAHAAN

Krismi Budi Sienatra  
Sumiati  
Andarwati

Universitas Brawijaya  
Jl. MT. Haryono 165 Malang, Jawa Timur 65145  
Surel: sienatra@live.com

<http://dx.doi.org/DOI: 10.18202/jamal.2015.04.6010>



Jurnal Akuntansi Multiparadigma  
**JAMAL**  
Volume 6  
Nomor 1  
Halaman 1-174  
Malang, April 2015  
ISSN 2086-7603  
e-ISSN 2089-5879

Tanggal masuk:  
**25 Oktober 2014**  
Tanggal revisi:  
**19 Januari 2015**  
Tanggal diterima:  
**1 April 2015**

**Abstrak: Struktur Kepemilikan Sebagai determinan Nilai Perusahaan.** Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh struktur kepemilikan, *leverage*, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hubungan struktur kepemilikan, *leverage*, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan didasarkan konflik yang terjadi antara pemilik dengan manajer dan pemilik dengan kreditur. Penelitian dilakukan menggunakan analisis jalur dengan mengambil sampel pada perusahaan manufaktur di Indonesia terutama yang terdaftar di lantai bursa. Hasil penelitian ini menunjukkan kepemilikan manajerial dan institusional, *leverage*, dan kebijakan dividen mampu memaksimalkan nilai perusahaan.

**Abstract: Ownership Structure as Determinant of Firm Value.** This study aimed to examine the effect of ownership structure, leverage, and dividend policy on firm value. The relationship of ownership structure, leverage, dividend policy, and the value of the company is based on the conflict between the owners and the managers, and between the owners and the creditors. The study was conducted using path analysis by taking samples of manufacturing company in Indonesia, especially those listed on the stock exchange. The results of this study demonstrate that managerial and institutional ownership, leverage, and dividend policy are able to maximize firm value.

**Kata Kunci:** Struktur kepemilikan, *Leverage*, Kebijakan dividen, Nilai perusahaan.

Dewasa ini perusahaan tidak dimiliki oleh perorangan saja melainkan terdiri dari beberapa investor yang menanamkan sahamnya. Hal ini menyebabkan struktur kepemilikan perusahaan yang beragam dibagi ke dalam dua bagian besar yaitu kepemilikan yang dimiliki pihak internal atau manajerial serta pihak eksternal baik perorangan atau institusional. Akibat dari kepemilikan yang beragam menyebabkan dalam perjalanannya dapat menimbulkan konflik karena beda kepentingan (Ping dan Hsien 2008). Perbedaan kepentingan antar pemilik akan menimbulkan kebijakan yang jika tidak diatasi dapat memengaruhi kinerja perusahaan dan pada akhirnya memengaruhi nilai perusahaan.

Teori *agency* menjelaskan adanya konflik terjadi antara pemegang saham selaku pemilik dan manajer. Brigham dan Houston

(2006) mengemukakan konflik ini disebabkan karena pemilik yaitu pemegang saham menghendaki agar keuntungan yang dihasilkan perusahaan dibagikan kedalam dividen dan enggan digunakan untuk memperluas perusahaan. Bertolak belakang dengan hal tersebut, manajer lebih ingin menginvestasikan laba perusahaan kedalam proyek-proyek dengan *net present value* negatif yang memperkuat kedudukan dirinya dan menggunakan aset perusahaan untuk kepentingan dirinya. Konflik ini disebabkan karena ada pandangan dari pemegang saham terhadap manajer dalam melakukan *moral hazard* tersebut. Kebijakan yang dihasilkan dari konflik antara pemilik dan manajer dapat menghambat kinerja perusahaan dan akan mengurangi nilai perusahaan itu sendiri yang tercermin dari harga sahamnya.

Navissi dan Naiker (2006) mengungkapkan hubungan kepemilikan manajerial dan institusional dalam memengaruhi nilai perusahaan karena wewenangnya dalam fungsi *monitoring* dan mengurangi pengambilan keputusan sub-optimal.

Untuk mereduksi konflik antara pemilik dan manajer dapat dilakukan dengan cara meningkatkan kepemilikan *insider* sehingga dapat menyejajarkan kepentingan pemilik dengan manajer (Jensen dan Meckling 1976). Cara lainnya adalah dengan menggunakan utang sebagai kontrol terhadap manajer (Jensen dan Meckling 1976). Adanya persyaratan penutupan utang yang lebih tinggi akan memaksa manajer untuk lebih disiplin. Penggunaan utang sendiri juga akan menguntungkan berkaitan dengan manfaat pajak yang diperolehnya (Aggarwal *et al.* 2008). Bunga yang dikenakan akibat dari utang akan mengurangi pajak yang harus dibayarkan kepada pemerintah. Konflik tidak hanya terjadi antara pemilik dengan manajer namun juga antara pemilik dengan kreditur. Konflik antara pemilik dengan kreditur disebabkan karena kontrak perjanjian utang. Dalam kontrak perjanjian utang, pemegang saham harus terlebih dahulu mendahulukan kepentingan pihak kreditur dalam melunasi utang-utangnya, sehingga keuntungan yang diperoleh perusahaan tidak dapat langsung dibagikan kedalam bentuk dividen melainkan terlebih dahulu melunasi kewajiban kreditur. Hal ini menyebabkan penggunaan *leverage* yang tinggi membuat dividen yang dibagikan menjadi lebih rendah.

Teori *agency* memberikan dua alternatif cara dalam mereduksi konflik antara pemilik dan manajer yaitu meningkatkan kepemilikan manajerial agar sejajar dengan kepentingan pemilik atau dapat menggunakan utang sebagai kontrol (Fosberg 2004). Penggunaan utang sebagai kontrol nyatanya juga menimbulkan konflik dengan kreditur. Penggunaan utang akan membatasi perusahaan membagikan dividen karena laba perusahaan harus diprioritaskan terlebih dahulu untuk melunasi utang kreditur. Penelitian ini berusaha untuk menghubungkan keterkaitan antara konflik yang terjadi antara pemilik dengan manajer dan pemilik dengan kreditur. Penelitian terdahulu meneliti pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan namun dalam penelitian ini menggunakan variabel tambahan *leverage* dan kebi-

jakan dividen sebagai mediasi antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan.

Berdasarkan kajian di atas dapat dilihat bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh struktur kepemilikan, *leverage*, dan kebijakan dividen dimana ketiganya juga saling berkaitan. Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan, *leverage*, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia khususnya yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Fokus pada perusahaan manufaktur disebabkan setiap bidang perusahaan memiliki karakteristik berbeda sehingga penelitian ini fokus pada sektor manufaktur di Indonesia.

## METODE

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif (*positivism*) yang berbentuk asosiatif karena penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara dua variabel atau lebih. Jenis penelitian ini adalah penelitian eksplanatori yang bertujuan untuk menganalisis hubungan antara satu variabel dengan variabel lainnya (Sekaran 2006). Penelitian ini menggunakan data sekunder, data yang pengumpulannya dan pengolahannya dilakukan oleh pihak lain yakni diperoleh dari website *www.idx.go.id*. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013.

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek dalam periode 2010-2013 yang berjumlah 135 perusahaan. Sampel perusahaan yang terpilih sesuai kriteria yang digunakan dalam penelitian ini yaitu perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dan institusional serta perusahaan yang membagikan dividen sehingga ditemukan 35 perusahaan sebagai sampel. Dalam penelitian ini untuk mempermudah penyelesaian permasalahan dalam menggunakan analisis jalur dengan program SPSS maka perlu mengukur variabel-variabel yang digunakan, dimana variabel endogen dependen adalah nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *leverage* serta kebijakan dividen sebagai variabel eksogen independen. Model persamaan dituliskan sebagai berikut.

Model 1

$$Leverage_{it} = \rho_1 \text{Kepemilikan Manajerial} + \rho_2 \text{Kepemilikan Institusional} + \epsilon_1$$

Model 2

$$\text{Kebijakan Dividen}_{it} = \rho_1 \text{Kepemilikan Manajerial} + \rho_2 \text{Kepemilikan Institusional} + \rho_3 \text{Leverage}_{it} + \epsilon_2$$

Model 3

$$\text{Nilai Perusahaan}_{it} = \rho_1 \text{Kepemilikan Manajerial} + \rho_2 \text{Kepemilikan Institusional} + \rho_3 \text{Leverage}_{it} + \rho_4 \text{Kebijakan Dividen}_{it} + \epsilon_3$$

Kepemilikan Manajerial sebagai variabel eksogen adalah jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dalam suatu perusahaan (Joher 2006). Kepemilikan institusi adalah pemegang saham yang berbentuk instansi, lembaga, atau pemerintah yang tidak aktif dalam kegiatan operasional perusahaan. Kepemilikan institusi diukur dengan persentase jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi atau perusahaan lain (Joher 2006). *Leverage* menunjukkan seberapa jauh perusahaan menggunakan pendanaan melalui utang (Fosberg 2004). Salah satu ukuran *leverage* keuangan adalah *debt equity ratio* yang mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai oleh utang dibanding dengan modal sendiri. Kebijakan dividen merupakan sebuah kebijakan yang berhubungan dengan pendapatan bersih yang didapat dari aktivitas operasional perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham atau dipegang kembali sebagai laba ditahan (Rizqia *et al.* 2013). Kebijakan pembayaran dividen ini salah satunya diukur dengan *dividend payout ratio* yang merupakan perbandingan antara dividen

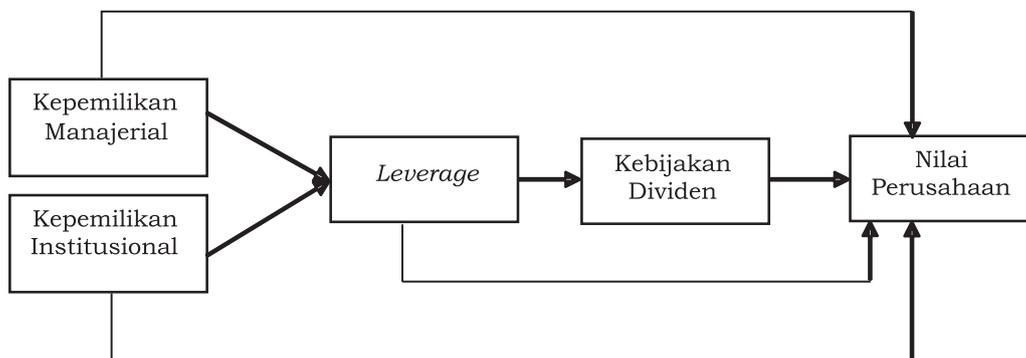
yang dibayarkan dengan laba bersih yang didapatkan dan biasanya disajikan dalam bentuk persentase. Nilai perusahaan diukur dengan rasio Tobin's Q yang merupakan rasio sebagai perbandingan nilai pasar aset dengan perkiraan jumlah uang yang harus dikeluarkan untuk mengganti seluruh aset tersebut pada saat ini (Rizqia *et al.* 2013).

Berdasarkan deskripsi di atas maka dibuat sebuah kerangka konseptual penelitian seperti pada Gambar 1.

Data diambil dengan *time lag* 1 tahun dimana data kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan *leverage* pada tahun 2010-2012. Data Kebijakan dividen dan nilai perusahaan diambil pada tahun 2011-2013 yang ada di laporan keuangan. Sebelum melakukan analisis jalur, data terlebih dahulu diolah menggunakan statistik deskriptif untuk menggambarkan gambaran statistik masing-masing variabel selama periode penelitian.

**HASIL**

Data variabel penelitian diolah untuk mendapatkan deskripsi yang dapat dilihat pada variabel struktur kepemilikan perusahaan. Kepemilikan manajerial memiliki rata-rata sebesar 0.0373 atau 3,73% pada periode 2010-2012. Standar deviasi untuk kepemilikan manajerial adalah 0.0809 yang artinya pengamatan variasi kepemilikan manajerial pada tahun 2011 menyimpang dari rata-ratanya sebesar 8,09%. Nilai kepemilikan manajerial terendah adalah sebesar 0.0001 atau 0,01% yang dimiliki oleh 9 perusahaan dari 35 perusahaan yang dipilih dimana persentase 0,01% ini merupakan gabungan total kepemilikan saham yang dimiliki oleh direksi dan komisaris yang menjabat.



**Gambar 1 . Model Kerangka Konseptual**

**Tabel 1. Statistik Deskriptif**

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviasi
Kep. Manajerial	105	0.0001	0.3371	0.0373	0.0809
Kep. Institusional	105	0.3222	0.9998	0.7012	0.1786
<i>Leverage</i>	105	0.0283	2.9428	0.3618	0.2830
Kebijakan Dividen	105	0.0233	0.9862	0.3616	0.2143
Nilai Perusahaan	105	0.3826	6.3396	1.6828	1.0911

Kepemilikan institusional memiliki rata-rata nilai sebesar 0.7012 atau sebesar 70,12% dari 100% total kepemilikan saham di perusahaan. Standar deviasi kepemilikan institusional 0.1786 yang artinya dari pengamatan variasi kepemilikan institusional menyimpang dari rata-ratanya sebesar 17,86%. Variabel *leverage* yang diproksi dengan *debt equity ratio* memiliki nilai rata-rata 0.3618. Hal ini berarti perusahaan dalam menggunakan utang jangka panjang sebagai sumber pendanaan rata-rata hanya sebesar 36,18% dibandingkan penggunaan ekuitas sendiri. Standar deviasi dari *debt equity ratio* 0.2830 yang artinya pengamatan variasi *debt equity ratio* menyimpang dari rata-ratanya sebesar 28,30%.

Variabel kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio* memiliki nilai rata-rata 0.3616. Hal ini berarti rata-rata perusahaan membagikan dividen sebesar 36,16% dari laba bersih per lembar saham. Standar deviasi dari kebijakan dividen ini adalah sebesar 0.2143 yang artinya dari pengamatan variasi kebijakan dividen pada tahun menyimpang dari rata-ratanya se-

sar 21,43%. Variabel nilai perusahaan yang diproksi dengan rasio Tobin's Q memiliki nilai rata-rata sebesar 1.6828. Hal ini berarti rata-rata nilai pasar perusahaan lebih besar 1,6 kali dari nilai asset perusahaan. Gambaran statistik deskriptif dapat terlihat pada Tabel 1.

Data kemudian diolah dari persamaan model 1, model 2, dan model 3 yang ditunjukkan seperti di Tabel 2. Hasil persamaan menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial ( $X1$ ) dan kepemilikan institusional ( $X2$ ) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ( $Z$ ) yang artinya semakin besar kepemilikan manajerial dan institusional akan meningkatkan nilai perusahaan. Hubungan kepemilikan manajerial ( $X1$ ) dan kepemilikan institusional ( $X2$ ) menunjukkan pengaruh negatif terhadap *leverage* ( $Y1$ ) hal ini menunjukkan ketika jumlah kepemilikan manajerial dan institusional meningkat akan menurunkan jumlah *leverage*. Hasil persamaan menunjukkan bahwa *leverage* ( $Y1$ ) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen ( $Y2$ ) yang berarti besar kecilnya perubahan jumlah *leverage* tidak memenga-

**Tabel 2. Hasil Uji Substruktur Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Institusional, *Leverage*, Kebijakan Dividen, Dan Nilai Perusahaan**

Hubungan	Standard Coefficient Beta	t hitung	P. value	Keterangan
$X1 \rightarrow Z$	0.130	1.680	0.050	Signifikan
$X2 \rightarrow Z$	0.205	2.332	0.022	Signifikan
$X1 \rightarrow Y1$	-0.253	-2.364	0.021	Signifikan
$X2 \rightarrow Y1$	-0.486	-4.540	0.000	Signifikan
$Y1 \rightarrow Y2$	0.011	0.084	0.933	Tidak Signifikan
$Y2 \rightarrow Z$	0.144	1.944	0.050	Signifikan
$Y1 \rightarrow Z$	0.832	9.969	0.000	Signifikan

$t_{Tabel} = 1.6602, df = 100$   
 $\alpha = 5\% = 0.05$   
 $X1$  = Kepemilikan Manajerial  
 $X2$  = Kepemilikan Institusional  
 $Y1$  = *Leverage*  
 $Y2$  = Kebijakan Dividen  
 $Z$  = Nilai Perusahaan

**Tabel 3. Pengaruh Tidak Langsung dan Pengaruh Total**

Tipe Pengaruh	Variabel	Standard Coefficient Beta
Pengaruh Langsung	X1 - Z	0.130
	X2 - Z	0.205
	Y1 - Z	0.832
Pengaruh Tidak Langsung	X1 - Y1 - Y2 - Z	0.00048
	X2 - Y1 - Y2 - Z	0.00076
	X1 - Y1 - Z	0.2104
	X2 - Y1 - Z	0.4043
	Y1 - Y2 - Z	0.001584
Pengaruh Total	X1 - Y1 - Y2 - Z	0.507
	X2 - Y1 - Y2 - Z	0.641
	X1 - Y1 - Z	1.085
	X2 - Y1 - Z	1.318
Hasil Hubungan Tidak Langsung	X1 - Y1 - Y2 - Z	DE > IE
	X2 - Y1 - Y2 - Z	DE > IE
	X1 - Y1 - Z	IE > DE
	X2 - Y1 - Z	IE > DE
	Y1 - Y2 - Z	DE > IE

Keterangan :

X1 = Kepemilikan Manajerial  
X2 = Kepemilikan Institusional  
Y1 = *Leverage*  
Y2 = Kebijakan Dividen  
Z = Nilai Perusahaan  
DE = Direct Effect  
IE = Indirect Effect

ruhi terhadap besar kecilnya pembagian dividen perusahaan. Hubungan kebijakan dividen (*Y2*) terhadap nilai perusahaan (*Z*) menunjukkan pengaruh positif yang berarti semakin besar dividen dibagikan maka akan semakin meningkatkan nilai perusahaan. Hubungan *leverage* (*Y1*) menunjukkan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Z*) yang artinya semakin besar *leverage* suatu perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan itu sendiri.

Pengaruh tidak langsung dan pengaruh total dari variabel yang diteliti ditunjukkan untuk mengetahui kekuatan pengaruh antar variabel secara tidak langsung dan pengaruh totalnya. Pengaruh tidak langsung dan pengaruh total digunakan untuk membantu peneliti mengambil keputusan tentang variabel mana yang paling memengaruhi nilai perusahaan. Berdasarkan hasil model analisis jalur dibuat perhitungan terhadap pengaruh tidak langsung dan pengaruh total dari masing-masing variabel yang diteliti yang ada pada Tabel 3. Berdasarkan isi Tabel 3, diketahui peran suatu variabel sebagai mediasi dengan membandingkan nilai koefisien pengaruh tidak langsung dengan pengaruh langsung. Jika koefisien pengaruh tidak langsung lebih besar daripada pengaruh langsungnya maka dapat dikatakan bahwa

suatu variabel berperan sebagai variabel mediasi. Berikut adalah penjelasan dari Tabel 3. Pertama koefisien pengaruh tidak langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan melalui *leverage* dan kebijakan dividen sebesar 0.00048 lebih kecil dari pengaruh langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sebesar 0.130. Dengan demikian *leverage* dan kebijakan dividen tidak mampu memediasi hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

Kedua, koefisien pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui *leverage* dan kebijakan dividen sebesar 0.00076 lebih kecil dari pengaruh langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan sebesar 0.205. Dengan demikian *leverage* dan kebijakan dividen tidak mampu memediasi hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

Ketiga, koefisien pengaruh tidak langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan melalui *leverage* sebesar 0.2104 lebih besar dari pengaruh langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sebesar 0.130. Maka dapat dikatakan *leverage* mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Keempat, koefisien pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui *leverage* sebesar 0.4043 lebih besar dari pengaruh langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan sebesar 0.205. Maka dapat dikatakan *leverage* mampu memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Keempat, koefisien pengaruh tidak langsung *leverage* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebesar 0.001584 lebih kecil dari pengaruh langsungnya sebesar 0.832. Dengan demikian kebijakan dividen tidak mampu memediasi hubungan antara variabel *leverage* terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh total dapat dilihat pada jalur yang memiliki koefisien terbesar dari Tabel 3 yakni melalui jalur X2-Y1-Z sebesar 1.318 yang berarti untuk memaksimalkan nilai perusahaan, perusahaan dapat memaksimalkan kepemilikan institusional terhadap *leverage* yang akan berpengaruh paling besar dalam memengaruhi nilai perusahaan.

## PEMBAHASAN

Meningkatkan kepemilikan manajerial sebagai mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan berkaitan dengan adanya kepentingan manajemen untuk mengelola perusahaan lebih efisien dan menghindari resiko guna meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan tercermin dari harga pasar saham meningkat yang secara kuantitas akan memberikan keuntungan bagi manajer. Karena manajer mendapatkan dua sumber pendapatan sekaligus yaitu gaji / bonus dan *capital gain*. Dari statistik deskriptif Tabel 1 diketahui bahwa kepemilikan manajerial rata-rata perusahaan sampel adalah sebesar 3,73%, yang berarti mampu meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini didukung oleh Morck *et al.* (1989) yang meneliti barapa batas besaran kepemilikan *insider* mendukung naiknya nilai perusahaan. Dalam penelitian tersebut Morck *et al.* (1989) memberikan bahwa pada tingkat 0 % hingga 5 % besarnya kepemilikan *insider* akan memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, pada tingkat 5 % hingga 25 % akan memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, dan pada tingkat kepemilikan 25 % keatas akan kembali memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan rata-rata sampel sebesar 3,73 % maka sesuai dengan hasil penelitian Morck *et al.* (1989) dimana besarnya kepemilikan

manajerial masih dalam *range* meningkatkan nilai perusahaan.

Besarnya kepemilikan institusional akan membuat nilai perusahaan meningkat karena disebabkan pandangan pasar akan adanya *monitoring* yang lebih efektif. Kegiatan *monitoring* yang efektif agar dapat mengurangi kemungkinan manajer membuat keputusan yang sub-optimal (Navissi dan Naiker 2006). Studi ini memberikan bukti tentang hubungan antara distribusi kepemilikan saham institusional dan nilai perusahaan. Secara keseluruhan, bukti menunjukkan bahwa struktur kepemilikan suatu perusahaan merupakan faktor penting dalam proses tata kelola perusahaan. Karena kasus untuk meningkatkan nilai perusahaan bertumpu pada argumen bahwa investor institusi dan korporasi terlibat dalam dekat *monitoring*. Peningkatan kepemilikan institusional menjadikan fungsi pengawasan akan berjalan secara efektif dan menjadikan manajemen semakin berhati-hati dalam memperoleh dan mengelola utang, karena jumlah utang yang semakin meningkat akan menimbulkan *financial distress* akibat gagal bayar. Terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Hal ini didukung dengan bukti adanya pengaruh negatif dalam hubungan kepemilikan institusional terhadap *leverage* perusahaan dalam penelitian ini.

Untuk mengatasi konflik keagenan, teori keagenan mengemukakan dua cara untuk mengontrol perusahaan. Pertama dengan meningkatkan kepemilikan manajer untuk menyelaraskan dengan kepentingan pemilik, kedua dengan menggunakan utang sebagai kontrol terhadap manajer (Jensen dan Meckling 1976). Hasil temuan ini konsisten dengan teori keagenan yang menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial untuk menyamakan kepentingan manajer sejalan dengan pemegang saham eksternal serta mengurangi peran utang sebagai alat untuk mengurangi konflik keagenan (Sheikh and Wang 2011). Hal ini disebabkan dengan adanya kepemilikan manajerial yang tinggi akan memotivasi kinerja manajemen karena mereka akan merasa memiliki andil dalam perusahaan salah satunya dalam mengambil kebijakan *leverage* sebagai sumber pendanaan. *Leverage* yang tinggi kurang menarik bagi manajer karena membebankan risiko yang lebih tinggi untuk manajer daripada kepada investor publik. Pendapat ini didukung oleh penelitian Fosberg (2004) yang

menemukan bahwa manajer juga berperan sebagai pemilik perusahaan, sehingga ketika perusahaan mengalami kebangkrutan yang disebabkan oleh penggunaan utang yang gagal bayar akan membuat manajer juga menanggung biaya kebangkrutan.

Michaely dan Vincent (2006) menyatakan ada dua hubungan yang terjadi antara kepemilikan institusional yaitu hubungan sebagai substitusi dan hubungan sebagai pelengkap. Dalam konteks kepemilikan institusional dan *leverage* sebagai substitusi. Hasil studi Shleiver dan Vishny (1986) di dalam Soyaningsih (2011) menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat memonitor manajemen secara efektif, sehingga dapat membatasi perilaku oportunistik manajerial dan meningkatnya kepemilikan saham oleh *institutional investor* dapat mengimbangi kebutuhan terhadap utang dan *managerial ownership*. Tindakan *monitoring* tersebut akan mengurangi *agency cost*, karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat utang yang lebih rendah. Hubungan antara kebijakan utang dan *institutional investor* ini dapat dilukiskan sebagai suatu hubungan yang bersifat *monitoring substitutional effect*. Kenyataan tersebut didukung oleh hasil studi empiris Moon dan Rao (1994) di dalam Mai (2010), yang berargumentasi bahwa kehadiran *institutional investor* dapat menggantikan utang untuk mengurangi konflik keagenan.

Investor institusi memungkinkan memengaruhi pemegang saham luar untuk menggunakan *instrument* seperti utang yang membatasi kebijaksanaan manajemen dan lebih baik menyelaraskan tujuan manajer dan pemegang saham. Dalam kasus ini, hubungan antara kepemilikan institusional dan utang akan menjadi saling melengkapi. Pandangan dari Michaely dan Vincent (2012) akan pentingnya investor institusi sebagai agen pemantauan ditegaskan oleh investasi ekuitas yang cukup besar mereka di pasar saham. Karena secara historis investor institusi memiliki kecenderungan tidak merasa puas dengan kinerja manajerial atau saham. Michaely dan Vincent (2012) memberikan wawasan tentang perubahan perilaku investor institusi dari investor pasif menjadi *active monitoring*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa besar kecilnya *leverage* tidak memengaruhi perusahaan dalam membagikan dividen. Tidak adanya hubungan *leverage* dengan kebijakan dividen menurut Rizqia *et al.* (2013) dapat terjadi dimana perusahaan dapat terus

membagikan dividen jika dividen di masa depan dibayar dari keuntungan yang diperoleh setelah penandatanganan perjanjian pinjaman. Temuan ini tidak mendukung teori keagenan yang mendasari hubungan *leverage* dan dividen kebijakan keuangan (Jensen *et al.* 1992). Hasil ini konsisten dengan Rizqia *et al.* (2013) yang menyatakan bahwa *leverage* keuangan tidak memengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Hasil temuan ini memberikan sebuah gambaran bahwa perusahaan manufaktur dalam penelitian ini lebih memilih untuk selalu membagikan dividen ketika perusahaan menghasilkan laba operasional dan tidak terkendala dengan *leverage* perusahaan. Tidak adanya pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen dikarenakan dividen sendiri dipengaruhi oleh hal-hal lain seperti kesempatan investasi (Rizqia *et al.* 2013), *free cash flow* (Mai 2010), *return on asset* (Sharma 2011), dan *cash balance* (Zhang 2008) dimana faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen belum digunakan dalam penelitian ini. Diantara faktor-faktor lain yang memengaruhi kebijakan dividen faktor *free cash flow* dan *cash balance* dianggap yang paling memengaruhi (Mai 2010 dan Zhang 2008).

Hasil penelitian menandakan pembagian keuntungan dividen kepada pemegang saham menimbulkan respon positif dari investor yang membuat nilai perusahaan menjadi naik. Investor memandang dividen sebagai sesuatu hal yang positif karena dividen sebagai imbal hasil modal menandakan bahwa kinerja perusahaan baik dalam mengelola modal yang diinvestasikan dari investor. Keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham ini akan menentukan kesejahteraan para pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja perusahaan akan dianggap semakin baik pula yang pada akhirnya berdampak pada penilaian perusahaan oleh investor yang biasanya tercermin melalui tingkat harga saham perusahaan yang naik (Sofyaningsih dan Hardianingsih 2011). Temuan ini mendukung *signaling theory* yang menekankan bahwa pembayaran dividen merupakan isyarat bagi pasar bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik di masa yang akan datang, sehingga pembayaran dividen akan meningkatkan apresiasi pasar terhadap saham perusahaan yang bersangkutan, dengan demikian pembayaran dividen berimbas positif pada nilai perusahaan (Bhattacharya dan Graham 2007).

*Leverage* keuangan dapat menjadi alat kontrol eksternal dalam upaya untuk mencapai tujuan perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan mengurangi kesempatan manajer untuk bertindak yang dapat bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Utang sebagai kontrol pemegang saham kepada manajer membuat manajer lebih bertanggung jawab dalam mengelola perusahaan. Selama periode pertumbuhan investasi yang tinggi, selain menggunakan pendanaan internal perusahaan juga menggunakan dana eksternal berupa utang. Hal ini dilakukan untuk meningkatkan kegiatan pemantauan untuk mencegah manajer menggunakan kelebihan kas perusahaan dari aktivitas yang tidak menambah nilai terhadap perusahaan atau berinvestasi kelebihan kas dalam investasi kurang menguntungkan. Sebab jika mengalami kebangkrutan seorang manajer berisiko kehilangan pekerjaan mereka.

Selain sebagai alat kontrol, *leverage* juga dapat memberikan isyarat tentang kinerja perusahaan (Ross 1977) dan pengurangan pajak (Miller dan Modigliani 1963). Dua macam isyarat yang diberikan oleh *leverage* yaitu berita baik (*good news*) sekaligus berita buruk (*bad news*). Peningkatan *leverage* menunjukkan berita baik jika peningkatan tersebut merefleksikan kemampuan manajemen untuk meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, hal tersebut dapat menunjukkan berita buruk jika manajer melakukan peningkatan *leverage* karena terpaksa, bukan karena alasan efisiensi (Sofyaningsih dan Hardianingsih 2011). Pandangan tentang isyarat berita baik dan berita buruk ini menurut pendapat Brigham dan Houston (2006), karena investor akan memperkirakan sebuah perusahaan dengan prospek yang sangat menguntungkan akan mencoba untuk menghindari penjualan saham baru dan lebih memilih mendapatkan modal baru dengan cara lain termasuk menggunakan utang di luar sasaran struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek tidak menguntungkan akan menjual saham yang artinya menarik investor untuk berbagi kerugian yang dialaminya.

*Leverage* memiliki pengaruh yang kuat sebagai pengurang pajak akibat bunga dari penggunaan utang. Hal ini disebabkan karena sistem perpajakan yang masih menguntungkan jika perusahaan menggunakan utang (Brigham dan Hosuton 2006). Temuan ini mendukung teori *trade off* dimana perusa-

haan menukarkan keuntungan-keuntungan pendanaan melalui utang dengan tingkat suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Fakta tersebut terjadi karena bunga adalah beban pengurang pajak menjadikan utang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen. Penggunaan utang tersebut menyebabkan lebih banyak laba operasi perusahaan yang diterima para investor. Karenanya semakin besar perusahaan menggunakan utang maka semakin tinggi nilai dan harga sahamnya.

## SIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan manufaktur di Indonesia khususnya yang terdaftar di bursa efek, antara lain kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *leverage*, dan kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan perusahaan dan *leverage* mampu meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini mengkonfirmasi teori *agency* dimana teori *agency* mengemukakan dua cara untuk menghindari konflik antara manajer dengan pemegang saham guna meningkatkan nilai perusahaan yaitu dengan memaksimalkan struktur kepemilikan dan menggunakan utang sebagai kontrol. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa dividen juga merupakan faktor yang mampu meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan dividen merupakan gambaran prospek perusahaan di masa depan sehingga suatu pembagian dividen memberikan isyarat tentang kondisi perusahaan saat ini bahwa kinerja perusahaan baik dan secara tidak langsung akan membuat persepsi di mata investor baik dan tercermin dari harga saham yang meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian selanjutnya bisa dilakukan pada lingkup yang lebih luas, diantaranya menggunakan kondisi internal perusahaan sebagai variabel yang memengaruhi nilai perusahaan seperti profitabilitas perusahaan dan ukuran perusahaan. Memasukkan faktor fundamental ekonomi makro yang dapat menggambarkan kondisi perekonomian nasional saat ini dan prediksinya ke depan ke dalam model penelitian. Faktor fundamental ekonomi makro yang dimaksudkan antara lain seperti laju inflasi, tingkat bunga, dan kebijakan insentif pemerintah lainnya yang dimungkinkan menjadi salah satu faktor determinan bagi manajer dalam mengambil berbagai keputusan.

#### DAFTAR RUJUKAN

- Aggarwal, R., N.A. Kyaw, dan X. Zhao. 2008. "Leverage and Firm Value: A Global Perspective." *Working Paper*.  
<http://libra.msra.cn/Publication/5901137/leverage-and-firm-value-a-global-perspective>
- Bhattacharya, S. Prasad, dan M. Graham. 2007. "Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland." *School Working Paper - Accounting/Finance Series 2007 SWP 2007/01*.
- Brigham, E F. dan J.F. Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku Kedua. Edisi Kesepuluh. Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- Forsberg, R.H. 2004. "Agency Problem and Debt Financing : Leadership Structure Effect." Vol. 4, No. 1, hlm 31-38.
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*. Vol. 3 hlm 305-360.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg, dan T.S. Zorn. 1992. "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 27, hlm 274-263.
- Shin-Ping, Lee dan C. Tsung-Hsien. 2008. "The determinants of corporate performance A viewpoint from insider ownership and institutional ownership." *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24, No. 3, hlm 233-247.
- Mai, U.M. 2010. Dampak Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Kajian Perilaku Oportunistik Manajerial Dan Struktur *Corporate Governance* Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur *Go Public* Di Pasar Modal Indonesia. *Disertasi tidak dipublikasikan*. Universitas Diponegoro.
- Michaely, R dan C. Vincent. 2012. "Do Institutional Investors Influence Capital Structure Decisions?" *Journal Johnson School of Management, Cornell University*.
- Miller, M. H. dan F. Modigliani. 1961. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares." *Journal of Business*, Vol. 34, hlm 411-433.
- Navissi, F dan V. Naiker. 2007. "Institutional Ownership And Corporate Value." *Managerial Finance*, Vol. 32, No. 3, hlm 247-256.
- Sharma, V. 2011. "Independent directors and the propensity to pay dividends." *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, hlm 1001-1015.
- Rizqia, D.A, S. Aisjah, dan Sumiati. 2013. "Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value." *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.4, No.11.
- Ross, S. A. 1977. "The Determination of Financial Structure: The Incentives Signaling Approach." *Bell Journal of Economics*, hlm 23-40.
- Sekaran, U. 2006. *Research Methods For Business*. Salemba Empat. Jakarta.
- Sofyaningsih, S dan P. Hardiningsih. 2011. "Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang Dan Nilai Perusahaan Ownership Structure, Dividend Policy And Debt Policy And Firm Value." *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Vol. 3, No. 1, hlm 68-87.
- Zhang, H. 2008. "Corporate governance and dividend policy: A comparison of Chinese firms listed in Hong Kong and in the Mainland. *China Economic Review*, Vol. 19, hlm 437-459.