

## **PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEPUTUSAN KEUANGAN DAN NILAI PERUSAHAAN**

**Latifah Anom, Eni Susilowati, Beny Nur Azis, & Vita Tri Setyowati.**

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Cendekia Bojonegoro  
latifah.anom@gmail.com.

***Abstract:** This study aims to determine the influence of ownership structure on firm value of debt policy as an intervening variable. Data used in this research is secondary data obtained from Indonesia Stock Exchange database. This study used the path analysis to analyze and interpret the data of research. From the results of data analysis can be concluded that in Indonesia (1) the ownership structure proxied by insider ownership has relationship with financial decisions; (2) ownership structure has not affect stock prices, as a proxy of firm value; (3) there is no influence of ownership structure on corporate value through debt policy and as an intervening variable.*

***Keyword:** ownership structure, financial decisions, & firm value.*

**Abstrak:** Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dimana keputusan sebagai variabel intervening. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari database Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menggunakan analisis jalur untuk melakukan analisis dan interpretasi data Hasil analisis menunjukkan bahwa di Indonesia (1) struktur kepemilikan yang ditunjukkan oleh insider ownership memiliki hubungan dengan keputusan keuangan, (2) struktur kepemilikan tidak mempengaruhi nilai perusahaan yang diproksi oleh harga saham; (3) tidak ada pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan melalui keputusan keuangan sebagai variabel intervening.

**Kata Kunci:** Struktur kepemilikan, keputusan keuangan dan nilai perusahaan.



## **PENDAHULUAN**

Bursa Efek Indonesia (BEI) menyatakan bahwa pasar modal Indonesia memiliki potensi besar dalam sebagai sarana investasi masyarakat. Hal ini dapat dilihat dari perkembangan produk peningkatan jumlah investas sejak Tahun 2005 hingga 2010 atau sejak dikembangkannya mekanisme perdagangan saham melalui internet. Bursa Efek Indonesia (BEI) bekerja sama dengan PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI), PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mulai mengupayakan mengubah *mindset* masyarakat tentang Investasi di pasar modal.

Pada dasarnya, struktur modal dapat menjadi sinyal bagi investor. Ketika sumber pendanaan didapat melalui penggunaan hutang yang terlampau besar, maka kemungkinan kegagalan keuangan dapat terjadi. Namun di lain pihak, penggunaan hutang juga mengindikasikan pengurangan tindakan oportunitis manajemen karena meminimalisir distribusi arus kas bebas pada proyek yang tidak menguntungkan ( Jensen, 1986). Selain itu, keputusan pendanaan melalui hutang dapat membuahkan komitmen yang kuat bagi manajemen agar berkinerja lebih baik sesuai kontrak hutang. Munculnya komitmen ini dapat menjadi sinyal yang baik bagi investor, dan mempengaruhi nilai perusahaan.

Nilai perusahaan penting bagi perusahaan karena menggambarkan kesejahteraan pemilik. Manager, sebagai wakil dari pemilik, bertanggung jawab

untuk mengelola perusahaan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan. Agar manajer bekerja secara optimal, beberapa perusahaan memberikan kesempatan bagi manajer untuk memiliki saham perusahaan (yang dinamakan insider ownership atau kepemilikan manajerial). Kepemilikan manajerial memiliki dua-sisi, sisi baik dan sisi buruk. Sisi baiknya adalah bahwa manajer yang mempunyai saham perusahaan akan memiliki kinerja tinggi karena manajer tersebut mempunyai rasa kepemilikan perusahaan. Di sisi lain, kepemilikan manajerial dapat menyebabkan manajer mengambil kebijakan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan sekaligus untuk meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri.

Penelitian faktor-faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan telah dilakukan. Miller and Modigliani (1961) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh earnings power dari aset perusahaan. Hubungan positif yang terjadi menunjukkan bahwa semakin tinggi earnings power semakin efisien perputaran aset dan atau semakin tinggi profit margin yang diperoleh perusahaan. Hal ini berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Sementara itu kebijakan hutang juga akan terkait dengan nilai perusahaan. dengan mempertimbangkan pajak, maka nilai perusahaan atau harga saham akan ditentukan oleh struktur modalnya. Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan

nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya.

Dari penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa manajer dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mempengaruhi kebijakan hutang dan kebijakan yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan. Namun, sampai saat ini belum ada peneliti yang meneliti hubungan struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan, dimana kinerja keuangan dan kebijakan hutang berperan dalam hubungan tersebut.

Beberapa penelitian terdahulu menyatakan bahwa struktur Kepemilikan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007; Masdar, 2008; Chowdhury dan Chowdhury, 2010; Antwi, 2012; Bukit, 2012; Hamidy, Wiksuana, dan Artini, 2015). Apabila struktur modal diperoleh dengan penggunaan hutang, maka melalui suatu kontrak hutang yang mengikat akan membuat manajemen menghasilkan kinerja yang lebih baik, sehingga tingkat profitabilitas yang memuaskan dapat tercapai, dan berujung pada nilai perusahaan yang turut membaik karena sinyal ini akan direspon secara lebih baik oleh pasar.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara struktur kepemilikan terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan

Teori *pecking order* mengakui adanya hierarki dalam pemilihan sumber pendanaan perusahaan, dimana hirarki pertama adalah perusahaan lebih menyukai sumber pendanaan internal yang berasal dari laba ditahan; hirarki kedua adalah perusahaan menggunakan sumber hutang untuk operasional, pembiayaan, dan investasi perusahaan; serta hirarki ketiga adalah perusahaan akan menggunakan hutang konvertibel, atau pilihan akhir berupa penerbitan saham (Myers dan Majluf, 1984). Sumber pendanaan eksternal, atau dalam hal ini penggunaan hutang dalam komposisi struktur modal, muncul akibat pendanaan internal (laba ditahan) yang kurang memadai, sehingga dibutuhkan sumber pendanaan tambahan.

Untuk mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan dengan peningkatan insider ownership dengan harapan akan terjadi penyebaran risiko. Para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik manajer. Hal ini akan meningkatkan beban bunga hutang karena risiko kebangkrutan perusahaan yang meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi. *Agency cost of debt* yang tinggi pada gilirannya akan

berpengaruh pada penurunann nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak insider, maka insider akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang di-ambilnya, namun juga akan menanggung risiko secara langsung bila keputusan itu salah.

Kepemilikan oleh insider juga akan mengurangi alokasi sumber daya yang tidak benar (misallocation). Dengan demikian kepemilikan saham oleh insider merupakan insentif untuk meningkatkan nilai perusahaan.

### **Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham, adalah persepsi investor terhadap perusahaan. Semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi pula nilai perusahaan (Fakhrudin dan Sopian, 2001). Nilai perusahaan lazim diindikasikan dengan price to book value, yang merupakan tingkat kepercayaan pasar pada prospek perusahaan ke depan (Soliha dan Taswan, 2002). Pada kenyataannya, tidak semua perusahaan menginginkan harga saham tinggi karena takut tidak laku dijual atau tidak menarik investor untuk membelinya. Itulah sebabnya harga saham harus dapat di buat seoptimal mungkin, harga saham tidak boleh terlalu tinggi atau terlalu rendah. Harga saham yang terlalu murah dapat berdampak buruk pada citra perusahaan dimata investor.

Menurut Keown et al. (2004) terdapat variabel-variabel kuantitatif yang dapat digunakan untuk memperkirakan nilai suatu perusahaan, antara lain:

#### **Nilai buku**

Nilai buku merupakan jumlah aktiva dari neraca dikurangi kewajiban yang ada atau modal pemilik. Nilai buku tidak menghitung nilai pasar dari suatu perusahaan secara keseluruhan karena perhitungan nilai buku berdasarkan pada data historis dari aktiva perusahaan.

#### **Nilai pasar perusahaan**

Nilai pasar saham adalah suatu pendekatan untuk memperkirakan nilai bersih dari suatu bisnis. Apabila saham didaftarkan dalam bursa sekuritas dan secara luas diperdagangkan, maka pendekatan nilai dapat dibangun berdasarkan nilai pasar. Pendekatan nilai merupakan suatu pendekatan yang paling sering digunakan dalam menilai perusahaan besar, dan nilai ini dapat berubah dengan cepat.

#### **Nilai appraisal**

Perusahaan yang berdasarkan appraiser independen akan mengijinkan pengurangan terhadap goodwill apabila harga aktiva perusahaan meningkat. Goodwill dihasilkan sewaktu nilai pembelian perusahaan melebihi nilai buku aktivanya.

#### **Nilai arus kas yang diharapkan**

Nilai ini dipakai dalam penilaian merger atau akuisisi. Nilai sekarang dari arus kas yang telah ditentukan akan menjadi maksimum dan harus dibayar oleh perusahaan yang ditargetkan (target firm), pembayaran awal kemudian dapat dikurangi untuk menghitung nilai bersih sekarang dari merger. Nilai sekarang (present value) adalah arus kas bebas dimasa yang akan datang.

### **Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan.**

Struktur kepemilikan memiliki hubungan dengan kebijakan hutang. Beberapa peneliti menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan debt ratio perusahaan (Kim and Sorensen 1986, Soliha dan Taswan 2002, Brailsford 1999). Peneliti lain menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh dan berhubungan negative dengan debt ratio (Wahidahwati 2002 dan Mahadwartha 2003). Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang perusahaan tanpa kepemilikan manajerial akan berbeda dengan perusahaan dengan kepemilikan manajerial sebagaimana yang dibuktikan oleh Christiawan dan Tarigan (2006).

H1: terdapat pengaruh antara struktur kepemilikan terhadap keputusan keuangan,

### **Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan**

Miller dan Modigliani (1961) menyatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan hutang. Kim and Sorensen (1986) menyatakan bahwa kebijakan hutang dipengaruhi struktur kepemilikan. Mereka menyatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kinerja keuangan. Fuerst and Kang (2000) menemukan hubungan yang positif antara insider ownership dengan nilai pasar setelah mengendalikan kinerja perusahaan. Nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif. Hubungan antara analisis

coverage yang merupakan external monitoring function dan Tobins'Q sebagai proksi nilai perusahaan adalah positif dan signifikan. Husnan (2000) menyatakan bahwa kinerja keuangan dipengaruhi oleh struktur kepemilikan maka hipotesis yang kedua penelitian adalah:

H2 : terdapat pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan.

H3 : terdapat pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening.

## **METODE PENELITIAN**

### **Populasi dan Sampel**

Perusahaan yang menjadi populasi adalah seluruh perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015. Sedangkan pemilihan sampel dengan menggunakan metode purposive sampling dengan tipe judgment sampling yaitu pemilihan sampel dengan berdasarkan pada kriteria tertentu (Cooper and Schindler, 2000). Kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut: 1) Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015. 2) Data keuangan perusahaan pada tahun 2015 tersedia di database [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

### **Metode Pengumpulan Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan [www.yahoo.finance.com](http://www.yahoo.finance.com)

### **Variabel Penelitian**

Dalam penelitian ini akan menggunakan

beberapa variabel, yaitu: Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan, dan Nilai Perusahaan.

### Struktur kepemilikan

Struktur kepemilikan diproksikan dengan insider ownership. Insider ownership adalah prosentase saham yang dimiliki oleh insider, seperti manajer atau direktur, besarnya dapat dihitung sebagai berikut:

Jumlah saham dimiliki insider

$$INSD = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki insider}}{\text{Total saham beredar}}$$

### Keputusan Keuangan

Keputusan keuangan merupakan pilihan bagi perusahaan untuk menggunakan hutang atau sumber lain dalam membiayai operasional perusahaan, sehingga dalam penelitian ini keputusan keuangan didapatkan dari rasio jumlah hutang terhadap jumlah modal sendiri.

$$DER = \frac{\text{Total Hutang atau Kewajiban}}{\text{Total Modal Sendiri}}$$

DER merupakan salah satu rasio yang sangat penting, karena berkaitan dengan masalah kesepakatan modal (trading on equity), yang dapat memberikan pengaruh positif maupun negative terhadap rentabilitas modal sendiri.

### Nilai perusahaan (PBV)

*Price to book value* atau PBV menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. makin tinggi rasio ini berarti pasar percaya akan prospek perusahaan tersebut.

$$PBV = \frac{\text{Harga Saham}}{BV}$$

Nilai Buku (Book Value/BV) adalah rasio

harga yang dihitung dengan membagi total aset bersih (Aset-Hutang) dengan total saham yang beredar.

$$\text{Book Value} = \frac{\text{Total Ekuitas}}{\text{Jumlah Saham Beredar}}$$

### Analisis Data

Teknik analisis yang dilakukan adalah dengan regresi linear dan path analysis, dengan persamaan sebagai berikut:

$$DER = a_0 + a_1 INSD + e$$

$$PBV = b_0 + b_1 INSD + e$$

$$PBV = c_0 + c_1 INSD + c_2 DEBT + e$$

### HASIL ANALISIS

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel perusahaan dipilih dari keseluruhan populasi perusahaan dengan kriteria terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015, data keuangan perusahaan bisa didapatkan dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), dan tersedia data tentang persentase kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris (insider ownership) dan memiliki data-data yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Periode penelitian adalah tahun 2015.

Hasil analisis menunjukkan bahwa hipotesis 1 Penelitian diterima, pada tingkat penerimaan 10% karena pengaruh struktur kepemilikan terhadap Keputusan keuangan memiliki koefisien 0,434 dengan signifikansi 0,086. Hal ini mengindikasikan bahwa di Indonesia, struktur kepemilikan yang diproksikan dengan insider ownership memiliki hubungan dengan keputusan keuangan.

Analisis menunjukkan bahwa hipotesis 2 ditolak karena pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan memiliki koefisien - 5,470 dengan signifikansi 0,498. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Fuerst and Kang (2000). Hal ini juga disebabkan karena insider ownership di Indonesia tidak mampu untuk mengendalikan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian Hermuningsih dan Wardani (2009) yang menemukan bahwa di Indonesia, struktur kepemilikan tidak memiliki hubungan dengan nilai perusahaan.

Analisis path digunakan untuk membuktikan hipotesis ketiga. diperoleh nilai signifikansi 0,40465 sehingga hipotesis 3 ditolak. Hal ini mengindikasikan bahwa tidak ada pengaruh antara struktur kepemilikan pada nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

## KESIMPULAN

Dari hasil analisis data dapat disimpulkan bahwa di Indonesia, insider ownership tidak memiliki hubungan dengan kebijakan hutang. Fenomena ini terjadi di Indonesia karena insider ownership tidak memiliki prosentase yang besar yang menentukan kebijakan hutang. Menurut peraturan Otoritas jasa Keuangan (OJK), aksi perusahaan untuk menentukan kebijakan hutang harus diputuskan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Insider ownership di Indonesia tidak berkemampuan untuk mengendalikan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan

penelitian Hermuningsih dan Wardani (2009) yang menemukan bahwa di Indonesia, struktur kepemilikan tidak memiliki hubungan dengan nilai perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Bathala, CT., KP. Moon. and RP. Rao. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective. *Financial Management*. 23 (3). 38-50.
- Christiawan, YJ. dan J. Tarigan. 2006. Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja, dan Nilai Perusahaan. <http://puslit.petra.ac.id/journals/accounting>. Diakses 10 Agustus 2009.
- Coopers, DR. and PS. Schindler. 2000. *Business Research Methods*. New York: McGraw Hill International editions.
- Fakhrudin, M dan HM. Sopian. 2001. *Perangkat dan Model Analisis Investasi Di Pasar Modal*. Buku 1. Jakarta :Elex Media Komputindo.
- Fuerst O. and H. Kang-Sok. 2000. Corporate Governance Expected Operating Performance, and Pricing. Working Papers; Yale School of Management. 1-138.
- Ghozali, I. 2009. *Ekonometrika: Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan SPSS* 17. Semarang. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D. and P. Dawn. 2009. *Basic Econometrics*. Fifth Edition. Singapore: McGraw-Hill

- Hair, J.F., B. William., B. Barry. and A. Rolph. 2005. *Multivariate Data Analysis*. seventh edition. McGrawHill.
- Hermuningsih, S. dan WD. Kusuma. 2009. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia. *Jurnal Siasat Bisnis*. 13 (2). 34-48.
- Husnan, S. 2000. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Jensen, MC. 1986. Agency Costs Of Free Cash Flow. Corporate Finance. And Takeovers. *American Economic Review*. 76 (2). 323-329.
- Jensen, M. and F. Meckling .1976. Theory of the firm: Managerial behavior. agency. and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 4. 305-360.
- Jensen, MC., Solberg. and Zorn. 1992. Simultaneous determination of insider ownership. debt. and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 27 (2). 247-263
- Keown, K., M. Petty. and Scott. 2004. *Manajemen Keuangan 1 dan 2*. Edisi 9 (terjemahan). Jakarta. Indeks.
- Kim, W. and E. Sorensen.1986. Evidence on the impact of the agency cost of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 247-263
- Miller, MH and Modigliani, F.1961. Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*. 411-433
- Rachmawati, A. dan H. Triatmoko. 2007. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi X*. Makasar. 26 – 28 Juli.
- Soliha, ET. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. STIE STIKUBANK 9 (2). 175-191.
- Suranta, E. dan PP. Merdistusi. 2004. Income Smoothing. Tobin's Q. Agency Problems dan Kinerja Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi VII*. Bali. 2 – 3 Desember.
- Wahidahwati, 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Insti- tusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. 5 (1). 41-55.