

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN KEUANGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

**(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Tahun 2010-2012)**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

STEPHANI NOVITASARI CHRISTIANINGSIH KALUTI

NIM.12030110141137

FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS

UNIVERSITAS DIPONEGORO

SEMARANG

2014

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Stephani Novitasari Christianingsih Kaluti

Nomor Induk Mahasiswa : 12030110141137

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi

Judul Usulan : **PENGARUH STRUKTUR**
Penelitian : **KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN**
KEUANGAN TERHADAP NILAI
PERUSAHAAN
(Studi Empiris pada Perusahaan
Manufaktur yang Terdaftar di BEI
Tahun 2010-2012)

Dosen Pembimbing : Dr. H. Agus Purwanto, S.E., M.Si., Akt.

Semarang, 12 Maret 2014

Dosen Pembimbing,

(Dr. H. Agus Purwanto, S.E., M.Si., Akt.)

NIP. 19680827 199202 1001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Mahasiswa : Stephani Novitasari Christianingsih Kaluti
Nomor Induk Mahasiswa : 12030110141137
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi
Judul Skripsi : **PENGARUH STRUKTUR
KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN
KEUANGAN TERHADAP NILAI
PERUSAHAAN
(Studi Empiris pada Perusahaan
Manufaktur yang Terdaftar di BEI
Tahun 2010-2012)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 24 Maret 2014.

Tim Penguji :

1. Dr. H. Agus Purwanto, S.E., M.Si., Akt. (.....)
2. Dr. Hj. Zulaikha, S.E., M.Si., Akt. (.....)
3. Shiddiq Nur Rahardjo, S.E., M.Si., Akt. (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Stephani Novitasari Christianingsih Kaluti, menyatakan bahwa skripsi dengan judul : **PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN KEUANGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012)**, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik di sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 12 Maret 2014
Yang membuat pernyataan,

(Stephani Novitasari Christianingsih Kaluti)
NIM: 12030110141137

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Sebab aku ini mengetahui rancangan-rancangan apa yang ada pada-Ku mengenai kamu, demikianlah firman Tuhan, yaitu rancangan damai sejahtera dan bukan rancangan kecelakaan, untuk memberikan kepadamu hari depan yang penuh harapan. (Yeremia 29:11)

He has made everything beautiful in its time. (Ecclesiastes 3:11)

If you don't make an effort, nothing's ever going to change.

Kupersembahkan Skripsi ini untuk:

Orang tuaku tercinta

Saudaraku terkasih

Sahabat dan teman-temanku

Almamaterku

ABSTRACT

This study aimed to examine the effect of ownership structure and financial policy on firm value. Firm value measured by the Price to Book Value, using data companies listed on Stock Exchanges in Indonesia.

The population in this study were 420 companies listed on Stock Exchanges in Indonesia with 105 sample companies. Samples were selected using purposive sampling method of determining the number of samples taken at random based on certain criteria. The analysis used is multiple regression analysis to see the effect of independent variables on the dependent variable either jointly or individually. Before being tested with multiple regression first tested the classical assumptions.

Results showed that together the independent variables of institutional ownership, managerial ownership, debt policy, dividend policy, and investment policy affects the dependent variable firm value. Whereas individually, variable dividend policy and institutional ownership and a significant positive effect on firm value. Investment policy significant negative effect on firm value. While managerial ownership variables and debt policy does not significantly affect the firm value.

Keywords: Institutional Ownership, Managerial Ownership, Debt Policy, Dividend Policy, Investment Policy, firm value.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan dan kebijakan keuangan terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan diukur dengan *Price to Book Value*, dengan menggunakan data perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia.

Populasi dalam penelitian ini adalah 420 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan sampel penelitian 105 perusahaan. Sampel dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling* yaitu penentuan jumlah sampel yang diambil secara acak berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Analisis yang digunakan yaitu analisis regresi berganda untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen baik secara bersama-sama maupun secara individu. Sebelum diuji dengan regresi berganda terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel independen kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi mempengaruhi variabel dependen nilai perusahaan. Sedangkan secara individu, variabel kepemilikan institusional dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan investasi berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan variabel kepemilikan manajerial dan kebijakan utang tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci : Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen, Kebijakan Investasi, Nilai Perusahaan.

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan kehadiran Tuhan yang Maha Esa atas segala rahmat serta karunia yang telah dia berikan kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN KEUANGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012)**. Skripsi ini sebagai syarat untuk memenuhi Pendidikan Strata-1 pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Jurusan Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.

Dalam penyusunan skripsi ini, penulis menyadari tanpa adanya doa, dukungan dan bantuan dari berbagai pihak, penulisan tidak akan dapat terwujud. Oleh karena itu perkenankanlah penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada:

1. Bapak Prof. Drs. H.M. Nasir, M.Si, Akt, Ph.D. selaku dekan Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.
2. Bapak Dr. H. Agus Purwanto, S.E., M.Si., Akt. selaku dosen pembimbing yang telah banyak memberikan bimbingan, waktu, masukan, dorongan bagi penulis dalam mengerjakan skripsi.
3. Ibu Dr. Endang Kiswara S.E., M.Si., Akt. selaku dosen wali atas bimbingan dan arahan yang diberikan.

4. Seluruh dosen dan segenap staf Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro atas segala ilmu dan bantuan yang telah diberikan.
5. Kedua orang tua, Bapak Rudolf Kaluti dan Ibu Wulandari yang telah memberikan dukungan baik moril maupun materiil, doa, dan motivasi.
6. Christian Januar Kaluti dan Bintang Kaluti, sebagai kakak dan adik yang telah memberi keceriaan dan semangat.
7. Eyang Sudarsih tersayang yang selalu mendoakan dan memberi dukungan.
8. Dinna, Ayum, Rahma, Aziz yang memberikan dukungan doa semangat, keceriaan, motivasi, dan warna dalam hidup.
9. Parabeks Ariska, Dinda, Asti, Anggun, dan Hegi yang memberi hiburan dan keceriaan.
10. Sahabat cherry belle Gea, Kiki, Anik, Cintantya, Bella, Vina, Bona, Devi, Ina para pejuang skripsi atas kebersamaannya, motivasi, dan keceriaan.
11. Teman-teman seperjuangan akuntansi 2010 atas kerjasama, motivasi, bantuan, dukungan, dan kebersamaannya.
12. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah membantu.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini masih banyak kekurangan yang disebabkan keterbatasan pengetahuan dan pengalaman. Oleh

karena itu, penulis mengharapkan adanya masukan saran yang membangun untuk menyempurnakan skripsi ini. Penulis berharap semoga skripsi ini bermanfaat bagi semua pihak

Semarang, 12 Maret 2014

Stephani Novitasari Christianingsih Kaluti

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	v
<i>ABSTRACT</i>	vi
ABSTRAK	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah	9
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	11
1.3.1 Tujuan Penelitian	11
1.3.2 Kegunaan Penelitian	11
1.4 Sistematika Penulisan	12
BAB II TELAAH PUSTAKA	14
2.1 Landasan Teori	14
2.1.1 <i>Agency Theory</i>	14
2.1.2 <i>Trade Off Theory</i>	15
2.1.3 <i>Signalling Theory</i>	17
2.1.4 Nilai Perusahaan	18
2.1.5 Kepemilikan Institusional	19
2.1.6 Kepemilikan Manajerial.....	20
2.1.7 Kebijakan Utang	21
2.1.8 Kebijakan Dividen	23
2.1.9 Kebijakan Investasi.....	27
2.2 Penelitian Terdahulu	28

2.3 Kerangka Pemikiran	32
2.4 Hipotesis.....	33
2.4.1 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan	33
2.4.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan	34
2.4.3 Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan	35
2.4.4 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan	36
2.4.5 Pengaruh Kebijakan Investasi terhadap Nilai Perusahaan	37
BAB III METODE PENELITIAN	39
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel.....	39
3.1.1 Variabel Penelitian.....	39
3.1.2 Definisi Operasional Variabel	39
3.2 Populasi dan Sampel.....	44
3.3 Jenis dan Sumber Data.....	45
3.4 Metode Pengumpulan Data.....	45
3.5 Metode Analisis.....	45
3.5.1 Analisis Deskriptif.....	45
3.5.2 Uji Asumsi Klasik	46
3.5.2.1 Uji Normalitas	46
3.5.2.2 Uji Multikolinearitas	47
3.5.2.3 Uji Autokorelasi	47
3.5.2.4 Uji Heterokedastisitas	48
3.5.3 Uji Hipotesis	49
3.5.3.1 Analisis Regresi Berganda.....	49
3.5.3.2 Koefisien Determinasi	49
3.5.3.3 Uji Signifikan Simultan (Uji Statistik F)	50
3.5.3.4 Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik T)	51

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	53
4.1 Deskripsi Objek Penelitian	53
4.2 Analisis Deskriptif	54
4.3 Uji Asumsi Klasik	58
4.3.1 Uji Normalitas	58
4.3.2 Uji Multikolinieritas	61
4.3.3 Uji Autokorelasi	62
4.3.4 Uji Heterokedastisitas	63
4.4 Uji Hipotesis.....	64
4.4.1 Analisis Regresi Berganda	64
4.4.2 Uji Koefisien Determinasi.....	65
4.4.3 Uji Pengaruh Simultan (Uji Statistik F).....	65
4.4.4 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik T)	66
4.5 Pembahasan	69
4.5.1 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan	69
4.5.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan	70
4.5.3 Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan	71
4.5.4 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan	72
4.5.5 Pengaruh Kebijakan Investasi terhadap Nilai Perusahaan	73
BAB V PENUTUP	74
5.1 Kesimpulan	74
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	75
5.3 Saran	76
DAFTAR PUSTAKA	77
LAMPIRAN	80

DAFTAR TABEL

TABEL 1.1 Rata-rata Nilai Variabel	7
TABEL 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu.....	30
TABEL 3.1 Definisi Operasional dan Variabel	43
TABEL 4.1 Rincian Sampel.....	54
TABEL 4.2 Hasil Statistik Deskriptif.....	55
TABEL 4.3 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov	59
TABEL 4.4 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov	60
TABEL 4.5 Uji Multikolinearitas.....	61
TABEL 4.6 Uji Autokorelasi	62
TABEL 4.7 Regresi Berganda.....	64
TABEL 4.8 Uji Koefisien Determinasi	65
TABEL 4.9 Uji Statistik F	66
TABEL 4.10 Uji Statistik T	67

DAFTAR GAMBAR

GAMBAR 2.1 Hubungan Antara Hutang dan Nilai Perusahaan dengan Pendekatan Teori Trade Off	16
GAMBAR 2.2 Kerangka Pemikiran Teoritis	33
GAMBAR 4.1 Normal P-Plot	60
GAMBAR 4.2 Scatterplot	63

DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN A DATA PERUSAHAAN	80
LAMPIRAN B TABULASI DATA	82
LAMPIRAN C OUTPUT SPSS	85

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Industri manufaktur di Indonesia mengalami perkembangan dari tahun ketahun. Terlihat dari banyaknya jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hal ini menyebabkan terjadinya persaingan antar perusahaan manufaktur dalam meningkatkan kinerjanya demi tercapainya tujuan utama perusahaan. Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik perusahaan dan para pemegang saham. Hal ini sesuai dengan pernyataan Salvatore (2005) bahwa tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan *go public* tercermin dari harga saham perusahaan pada pasar modal. Harga pasar saham adalah harga yang bersedia dibayarkan oleh calon investor apabila ia ingin memiliki saham suatu perusahaan, sehingga harga saham merupakan harga yang dapat dijadikan sebagai proksi nilai perusahaan (Hasnawati, 2005). Bila harga saham meningkat berarti nilai perusahaan meningkat (Soliha dan Taswan, 2002). Nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kemakmuran pemegang saham ditandai dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi pada pemegang saham. Nilai perusahaan juga dapat digunakan sebagai cerminan

kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap prospek perusahaan tersebut.

Struktur kepemilikan mempengaruhi nilai perusahaan. Wahyudi dan Pawestri (2006) menyatakan bahwa struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karena adanya kontrol yang mereka miliki. Ada dua hal penting yang dipertimbangkan dalam hal pengaruhnya struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan yaitu (1) konsentrasi kepemilikan perusahaan oleh pihak luar (*outsider ownership concentration*) dan (2) kepemilikan perusahaan oleh manajer perusahaan itu sendiri (*manager ownership*) (Nuraeni, 2010). Pemilik perusahaan dari pihak luar berbeda dengan manajer karena kecil kemungkinannya pemilik dari pihak luar terlibat dalam urusan bisnis perusahaan sehari-hari (Widyastuti, 2004).

Brealey, *et al* (2007) mengatakan bahwa seorang manajer diharapkan mampu meningkatkan nilai perusahaan sehingga akan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Peningkatan nilai perusahaan akan tercapai apabila terdapat kerja sama antara manajemen perusahaan yang diwakili oleh manajer dengan pihak lain seperti pemegang saham dalam pengambilan kebijakan-kebijakan keuangan (Sukirni, 2012).

Namun pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan sangat dekat dengan konflik keagenan, yaitu adanya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Yang mendasari timbulnya

konflik keagenan adalah jika manajer dalam mengambil keputusan bertindak untuk kepentingannya sendiri, dan bukan untuk kepentingan para pemegang saham, selain itu dapat juga terjadi karena perbedaan informasi yang disebut *asymmetric information*.

Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dalam keputusan pendanaan disebabkan pemegang saham hanya peduli dengan risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka berinvestasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik, sebaliknya manajer peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan, karena menyangkut reputasinya.

Menurut *agency theory* dinyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan rentan terhadap konflik keagenan. Untuk meminimalkan konflik keagenan (*agency conflict*) antara manajer dan pemegang saham maka dibutuhkan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan pihak-pihak terkait (Wahidahwati, 2002). Kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial merupakan dua struktur kepemilikan yang dirasa mampu mengendalikan konflik keagenan. Investor institusional sebagai pemilik saham yang besar memiliki peranan sebagai institusional agen yang mana akan mendorong pengawasan yang lebih optimal pada kinerja manajemen (Wahidahwati, 2002). Investor dalam hal ini memiliki pengaruh terhadap jalannya perusahaan dikarenakan hak voting yang dimiliki. Sedangkan dengan peningkatan proporsi saham manajer maka akan menurunkan perilaku oportunistik manajer, sehingga dapat menyatukan kepentingan antara

manajer dan pemegang saham. Namun, adanya mekanisme pengawasan itu menyebabkan munculnya biaya yang dikenal dengan nama *agency cost*.

Menurut *agency theory* terdapat dua jenis biaya agensi yaitu *agency cost of debt* dan *agency cost of equity*. Beban biaya keagenan yang terjadi di sisi pemegang saham disebut *agency cost of equity*, sedangkan biaya keagenan yang timbul akibat penggunaan utang perusahaan disebut *agency cost of debt*.

Agency cost dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen, selain itu peningkatan utang juga dapat menurunkan konflik keagenan dan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajer (Wahidahwati, 2002).

Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan manajemen keuangan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Manajemen keuangan adalah sebuah kegiatan menyangkut dari kegiatan analisis, perencanaan dan pengendalian kegiatan keuangan. Sehingga terdapat dua keputusan utama dalam manajemen keuangan yaitu bagaimana menggunakan dana dan bagaimana mencari dana. Menurut Hasnawati (2005), manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan tersebut saling berkaitan dan setiap keputusan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya serta kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran kekayaan pemegang saham (Hasnawati, 2005).

Hasnawati pada tahun 2005 juga telah melakukan penelitian mengenai pengaruh keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan. Dan didapati hasil bahwa keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan pendanaan, kebijakan dividen dan keputusan investasi secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Keputusan pendanaan didefinisikan sebagai keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan (Hasnawati, 2005). Keputusan pendanaan yang optimal akan meningkatkan nilai perusahaan melalui penurunan pajak dan menurunkannya biaya ekuitas (Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011). Salah satu keputusan pendanaan adalah kebijakan utang. Kebijakan utang adalah kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal perusahaan. Kebijakan utang menentukan jumlah utang yang akan digunakan perusahaan untuk mendanai aktivitas operasinya.

Utang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan, semakin tinggi proporsi utang maka semakin tinggi pula harga saham (Soliha dan Taswan, 2002). Hal ini karena utang menyebabkan perusahaan memperoleh manfaat pajak karena biaya bunga yang dibayar dapat dikurangkan dari penghasilan kena pajak (Siregar, 2005). Hal itu sesuai dengan pernyataan Mutamimah (2003) bahwa nilai perusahaan akan maksimum apabila perusahaan semakin banyak menggunakan utang yang disebut dengan *corner optimum utang decision*. Namun pada titik tertentu peningkatan utang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang lebih kecil dari biaya yang ditimbulkannya (Soliha dan Taswan, 2002). Menurut *trade off theory*,

penggunaan utang yang berlebihan pada titik tertentu akan merugikan perusahaan dikarenakan biaya kebangkrutan yang harus ditanggung perusahaan. Semakin besar utang maka semakin besar kemungkinan perusahaan tidak mampu membayar kewajiban bunga dan pokoknya. Untuk itu perusahaan harus berhati-hati dalam menentukan kebijakan utangnya agar tidak menurunkan nilai perusahaan.

Keputusan keuangan yang kedua adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen penting untuk memenuhi harapan pemegang saham terhadap dividen maupun *capital gain* dengan tidak menghambat pertumbuhan perusahaan di sisi lain (Wijaya dan Wibawa, 2010). Kebijakan dividen memiliki peran yang penting dalam menjelaskan nilai perusahaan (Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011). Harjito dan Martono (2005) mengatakan nilai perusahaan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan membayar dividennya. Besarnya dividen yang dibagi tersebut dapat mempengaruhi harga saham. Jika dividen yang dibayarkan perusahaan tinggi maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi. Namun, jika dividen yang dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham kecil maka harga saham perusahaan itu juga rendah. Jadi dividen yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen yang optimal (*optimal dividend policy*) adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga dapat memaksimumkan harga saham perusahaan (Weston dan Brigham, 2005:199).

Kebijakan investasi juga dapat digunakan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Dimana tujuan keputusan investasi adalah semata-mata untuk memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko yang bisa diterima. Dengan keuntungan yang tinggi, dimaksudkan dapat memaksimalkan nilai perusahaan, dan meningkatkan kesejahteraan para pemegang sahamnya. Menurut *signalling theory*, pengeluaran investasi memberikan sinyal positif mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga saham yang digunakan sebagai indikator nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Data empiris dari variabel kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, kebijakan investasi dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 hingga 2012 dapat dilihat pada tabel 1.1 sebagai berikut:

Tabel 1.1
Rata-Rata Nilai Variabel

NO	VARIABEL	TAHUN		
		2010	2011	2012
1	KPI	0,677	0,701	0,696
2	KPM	0,034	0,031	0,033
3	DER	1,27	1,41	1,26
4	DPR	0,48	0,46	0,58
5	PER	4,32	7,11	4,94
6	PBV	3,12	3,08	2,80

Sumber: data sekunder yang diolah(2014)

Berdasarkan Tabel 1.1 dapat dilihat bahwa rata-rata dari variabel independen menunjukkan hasil yang fluktuatif, hal ini kemudian menjadi fenomena gap. Fenomena empiris dalam penelitian ini didasarkan pada tidak

konsistennya data, dimana berdasarkan Tabel 1.1 rata-rata variabel KPI (kepemilikan institusional), DER (kebijakan utang), PER (kebijakan investasi) meningkat pada periode 2010-2011. Sedangkan rata-rata variabel KPM (kepemilikan manajerial), DPR (kebijakan dividen), dan PBV (nilai perusahaan) menurun pada periode 2010-2011. Hal ini berarti pada tahun 2010-2011 antara rata-rata variabel PBV dengan rata-rata variabel independen (kepemilikan manajerial, kebijakan dividen) terjadi hubungan searah atau positif. Sedangkan rata-rata variabel independen kepemilikan institusional, kebijakan utang, kebijakan investasi memiliki hubungan yang beda arah dengan rata-rata variabel PBV.

Berdasarkan Tabel 1.1 pada periode 2011-2012 rata-rata variabel KPI (kepemilikan institusional), DER (kebijakan utang), PER (kebijakan investasi) dan PBV (nilai perusahaan) mengalami penurunan. Sedangkan rata-rata variabel KPM (kepemilikan manajerial), DPR (kebijakan dividen) meningkat pada periode 2011-2012. Hal ini berarti pada tahun 2011-2012 antara rata-rata variabel PBV dengan rata-rata variabel independen (kepemilikan institusional, kebijakan utang, kebijakan investasi) terjadi hubungan searah atau positif. Sedangkan rata-rata variabel independen kepemilikan manajerial, kebijakan dividen memiliki hubungan yang beda arah dengan rata-rata variabel PBV.

Beberapa penelitian mengenai struktur kepemilikan dan kebijakan keuangan perusahaan dan nilai perusahaan telah dilakukan dan mendapatkan hasil yang berbeda-beda. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan Sujoko dan

Soebiantoro (2007) melalui penelitiannya menemukan hasil bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Wahyudi dan Pawestri (2006) melalui penelitiannya telah menemukan bahwa, investasi tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan saat menguji hubungan antara keputusan investasi dan nilai perusahaan. Ini bertolak belakang dengan penelitian Hasnawati (2005) yang menemukan bahwa keputusan investasi memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dan juga penelitian mengenai pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan juga masih menghasilkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian yang dilakukan Sujoko dan Soebiantoro (2007) menunjukkan hasil bahwa kebijakan utang memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh Fenandar (2012) menunjukkan bahwa keputusan pendanaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Melihat adanya fenomena gap dan belum adanya hasil yang konsisten pada penelitian-penelitian sebelumnya mengenai hubungan dan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, maka penelitian ini ingin meneliti kembali tentang faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan untuk mendapatkan bukti empiris. Selain itu, penelitian ini juga menggabungkan beberapa faktor yang telah diuji oleh beberapa peneliti sebelumnya ke dalam satu penelitian.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, maka dapat diketahui bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh manajer dalam melaksanakan manajemen

keuangan, dan juga adanya permasalahan yang dihadapi perusahaan terkait dengan konflik agensi antara pemegang saham dengan manajer dalam menentukan keputusan keuangan, yang pada akhirnya berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Selain itu didukung pula dengan adanya fenomena gap dan belum adanya hasil yang konsisten antara penelitian-penelitian terdahulu yang menghasilkan *research gap*, maka dalam hal ini dirumuskan masalah sebagai berikut :

1. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 sampai dengan 2012?
2. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 sampai dengan 2012?
3. Apakah kebijakan utang berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 sampai dengan 2012 ?
4. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 sampai dengan 2012 ?
5. Apakah kebijakan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 sampai dengan 2012 ?

1.3 Tujuan Penelitian dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan sebagai berikut :

1. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 sampai dengan 2012.
2. Menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 sampai dengan 2012.
3. Menganalisis pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 sampai dengan 2012.
4. Menganalisis pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 sampai dengan 2012.
5. Menganalisis pengaruh kebijakan investasi terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010 sampai dengan 2012.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi :

1. Bagi pihak perusahaan, memberikan pertimbangan dalam merumuskan kebijakan keuangan dan dalam menjalankan fungsi manajemen keuangan mereka sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

2. Bagi pihak investor, memberikan pertimbangan dalam menilai kinerja perusahaan sehingga yang dapat membantu pengambilan keputusan untuk menanamkan modalnya pada perusahaan.
3. Sebagai referensi untuk penelitian tentang struktur kepemilikan, kebijakan keuangan dan nilai perusahaan selanjutnya.

1.4 Sistematika Penulisan

Dalam upaya mempermudah penyajian dan pembahasan dalam penelitian ini, maka penulisan dalam penelitian ini menggunakan sistematika sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab pendahuluan berisi tentang latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II TELAAH PUSTAKA

Bab telaah pustaka berisi tentang landasan teori dan penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, hipotesis.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab metode penelitian berisi tentang variabel penelitian dan definisi operasional variabel, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data dan metode analisis.

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab hasil dan analisis berisi tentang objek penelitian, analisis data, interpretasi hasil.

BABV PENUTUP

Bab penutup berisi tentang simpulan, keterbatasan, dan saran dari penelitian ini.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Agency Theory*

Menurut *agency theory* Jensen dan Meckling (1976) principal adalah pemegang saham dan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Para pemegang saham berharap bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan pemegang saham sehingga mereka mendelegasikan wewenang kepada agen. Namun seringkali terjadi perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan agen dan juga adanya asimetri informasi, sehingga sering terjadi konflik. Konflik tersebut sering terjadi karena manajer dalam mengambil keputusan lebih mengutamakan kepentingan pribadinya daripada kepentingan pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling (1976) bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengolahan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik kepentingan karena merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi tersebut. Jensen dan Meckling (1976) juga menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari 100%. Hal tersebut menyebabkan manajer cenderung bertindak untuk memenuhi kepentingannya sendiri dan sudah tidak lagi berdasarkan pada tujuan awal perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan dan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

Untuk meminimalisir keadaan tersebut, diperlukan suatu pengawasan

yang memadai. Pengawasan dapat berupa pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang diambil oleh manajemen, yang pada akhirnya akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*. Menurut Jensen dan Meckling (1976) *agency cost* adalah biaya yang meliputi semua biaya untuk monitoring tindakan manajer (*monitoring cost*), biaya ikatan (*bonding cost*) dan biaya sisa (*residual cost*).

Ada beberapa alternatif yang dapat dilakukan untuk mengurangi *agency cost*, yaitu yang pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen, karena dengan semakin banyaknya proporsi saham yang dimiliki manajemen, maka akan terciptanya kesejajaran kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Yang kedua dengan menggunakan kebijakan utang, dengan kebijakan menggunakan utang maka perusahaan mempunyai kewajiban rutin untuk membayar bunga dan pokoknya. Yang ketiga dengan meningkatkan *dividen pay out ratio* atau rasio dividen terhadap laba bersih.

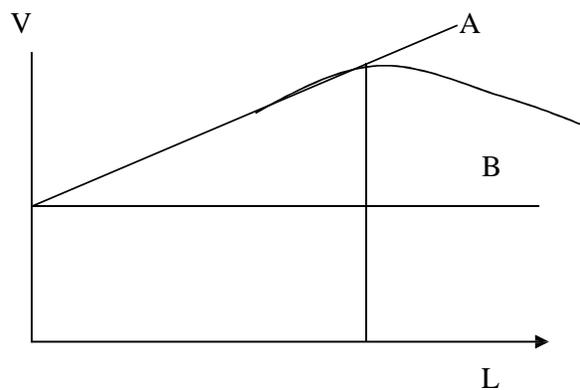
2.1.2 Trade Off Theory

Trade off theory merupakan modifikasi dari teori MM yang dikembangkan oleh Modigliani dan Miller (1958). Teori ini menjelaskan perbandingan manfaat dan biaya atau keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan utang. Teori ini juga menjelaskan bahwa sebelum mencapai suatu titik maksimum, utang lebih murah jika dibandingkan dengan penjualan saham karena adanya manfaat pajak. Hal itu menyebabkan semakin tinggi utang maka akan semakin tinggi nilai perusahaan (Mutamimah, 2003).

Namun, setelah mencapai titik maksimum, penggunaan utang oleh perusahaan menjadi tidak menarik, karena perusahaan harus menanggung biaya keagenan, kebangkrutan serta biaya bunga yang menyebabkan nilai saham turun (Kaaro, 2001).

Hubungan antara utang dengan nilai perusahaan menurut pendekatan teori *trade off* dapat dilihat pada gambar berikut ini (Mamduh, 2004):

Gambar2.1
Hubungan Antara Utang dan Nilai Perusahaan dengan Pendekatan Teori Trade Off



Tingkat Utang Optimal

Sumber:(Mamduh,2004)

Keterangan :

V= nilai perusahaan

L = utang

A= nilai perusahaan tanpa biaya kebangkrutan dan keagenan

B= nilai perusahaan dengan biaya kebangkrutan dan keagenan

Berdasarkan keterangan diatas dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan dengan penggunaan utang akan meningkat seiring dengan meningkatnya utang. Namun, nilai tersebut mulai menurun pada titik tertentu. Pada titik tersebut, tingkat utang merupakan tingkat utang optimal (Mamduh, 2004).

Teori ini juga menyatakan bahwa perusahaan harus dapat menyeimbangkan komposisi utang dalam kombinasi struktur modalnya. Dengan begitu akan diperoleh komposisi utang dan saham yang optimal dengan analisis perhitungan keuangan yang tepat (Indrawati dan Suhendro, 2006).

2.1.3 Signalling Theory

Menurut Brigham dan Houston (2006) isyarat atau *signal* adalah suatu tindakan yang diambil perusahaan untuk memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Sinyal dapat berupa informasi yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain (Ratna dan Zuhrotun, 2006).

Alasan yang mendasari perusahaan untuk memberikan informasi adalah adanya asimetri informasi antara perusahaan dengan pihak luar perusahaan. Dengan sedikitnya informasi yang diketahui oleh pihak luar, biasanya membuat mereka mencari aman dengan memberi harga rendah terhadap perusahaan tersebut. Dengan diberikannya Informasi tersebut diharapkan mampu memberi sinyal positif bagi investor maupun kreditor mengenai prospek perusahaan di masa depan, dengan begitu dapat meningkatkan harga saham perusahaan.

Wahyudi dan Pawestri (2006) menyatakan bahwa pengeluaran investasi

memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa mendatang sehingga dapat meningkatkan harga saham yang digunakan sebagai indikator nilai perusahaan. *Signaling theory* menekankan bahwa pembayaran dividen merupakan sinyal bagi pasar bahwa perusahaan memiliki kesempatan untuk tumbuh di masa yang akan datang, sehingga pembayaran dividen akan meningkatkan apresiasi pasar terhadap saham perusahaan yang bersangkutan, dengan demikian pembayaran dividen berimplikasi positif pada nilai perusahaan (Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011). Untuk itu dengan adanya investasi dan pembagian dividen diharapkan mampu menarik investor.

2.1.4 Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) Salvatore (2005). Nilai perusahaan yang tinggi merupakan keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi (Solihah dan Taswan, 2002). Nilai perusahaan yang *go public* tercermin dari harga saham perusahaan pada pasar modal. Hal ini sejalan dengan Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi pula nilai perusahaan yang berarti kemakmuran pemilik perusahaan dan pemegang saham pun juga meningkat. Nilai perusahaan yang tinggi akan mempengaruhi persepsi investor terhadap prospek perusahaan dimasa depan.

Nilai perusahaan lazim diindikasikan dengan *price to book value* (PBV). *Price to book value* yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan kedepan (Fenandar, 2012). PBV merupakan perbandingan antara nilai pasar dengan nilai buku perusahaan per sahamnya (Ross, *et al*, 2008). *Price to Book Value* berfungsi untuk mengidentifikasi saham mana yang harganya wajar, yang terlalu rendah (*undervalued*) dan yang terlalu tinggi (*overvalued*).

Perusahaan yang berjalan dengan baik, biasanya memiliki nilai PBV diatas 1 (Ahmed dan Nanda, 2000). Dalam Damodaran (1997) dinyatakan bahwa Nilai PBV yang lebih dari 1 dapat dikatakan sebagai *overvalued*, yang berarti bahwa nilai pasar saham lebih tinggi dibandingkan dengan nilai bukunya. Sedangkan untuk nilai PBV yang kurang dari 1 disebut sebagai *undervalued*, atau yang berarti bahwa nilai pasar saham perusahaan lebih rendah dibanding dengan nilai bukunya. Nilai PBV yang sama dengan 1 berarti bahwa nilai pasar saham perusahaan sama dengan nilai bukunya.

2.1.5 Kepemilikan Institusional

Sujoko dan Soebiantoro (2007) mendefinisikan kepemilikan institusional sebagai proporsi kepemilikan saham oleh institusi. Investor institusional dibedakan menjadi dua, yaitu investor aktif dan investor pasif. Dimana para investor aktif terlibat dalam pengambilan keputusan strategi perusahaan, sedangkan investor pasif tidak begitu terlibat dalam pengambilan keputusan perusahaan. Keberadaan investor ininstitusional dalam perusahaan mampu mengatasi konflik keagenan, karena dianggap mampu menjadi alat monitoring

yang efektif bagi manajemen. Jika investor institusional tidak merasa puas terhadap kinerja manajer, mereka dapat menjual saham yang dimilikinya.

Kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan, sebab pengawasan yang ketat akan membatasi tindakan manajer dalam memutuskan kebijakan keuangan. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham dalam suatu perusahaan, maka pengawasan yang dilaksanakan oleh pemilik akan semakin efektif sebab manajemen akan semakin berhati – hati (Sujoko dan Soebiantoro, 2007) sebab pihak manajemen akan bekerja untuk pemegang saham (Wahidahwati, 2002). Dan dengan begitu manajer akan berusaha untuk memaksimalkan keuntungan perusahaan.

2.1.6 Kepemilikan Manajerial

Untuk mencapai tujuan perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional yang diposisikan sebagai manajer maupun komisaris (Soliha dan Taswan, 2002). Akan menjadi suatu ancaman bagi para pemegang saham jika manajer bertindak bukan untuk kepentingan perusahaan namun untuk kepentingannya sendiri. Dalam hal ini para manajer cenderung menggunakan utang yang tinggi untuk kepentingan oportunistik yang jelas akan menimbulkan risiko kebangkrutan (Soliha dan Taswan, 2002).

Agar harapan pemilik perusahaan dapat dicapai, perilaku manajer dan komisaris harus dapat dikendalikan melalui keikutsertaan dalam kepemilikan saham perusahaan. Kepemilikan dapat menciptakan kehati-hatian para manajer

dalam mengelola perusahaan (Soliha dan Taswan, 2002).

Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Kepemilikan manajerial akan memaksa para manajer untuk menanggung risiko sebagai konsekuensi apabila mereka melakukan kesalahan dalam mengambil keputusan (Soliha dan Taswan, 2002). Dengan begitu manajer akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman, sebab jumlah utang yang semakin meningkat akan menimbulkan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan nilai perusahaan akan mengalami penurunan sehingga mengurangi kemakmuran pemilik (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham maka pengawasan yang dilakukan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif.

2.1.7 Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Berdasarkan *trade off theory*, terdapat keuntungan yang akan diperoleh melalui penggunaan utang yaitu pengurangan pajak akibat pembayaran biaya bunga akan tetapi keuntungan yang diperoleh tidak sebesar beban bunga yang harus ditanggung perusahaan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

Menurut Mamduh (2004) terdapat beberapa faktor yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang, antara lain:

a. NDT (*non-debt tax shield*)

Manfaat dari penggunaan utang adalah bunga utang yang dapat digunakan untuk mengurangi pajak perusahaan. Namun untuk mengurangi pajak, perusahaan dapat menggunakan cara lain seperti depresiasi dan dana pensiun. Dengan demikian, perusahaan dengan NDT tinggi tidak perlu menggunakan utang yang tinggi.

b. Struktur aktiva

Besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan utang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan utang dalam jumlah besar karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman.

c. Profitabilitas

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasinya akan menggunakan utang yang relatif kecil. Laba ditahannya yang tinggi sudah memadai membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

d. Risiko bisnis

Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan utang yang lebih kecil untuk menghindari risiko kebangkrutan.

e. Ukuran perusahaan

Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Di samping itu, perusahaan yang besar lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal.

f. Kondisi internal perusahaan

Kondisi internal perusahaan menentukan kebijakan penggunaan utang dalam suatu perusahaan.

Dalam Riyanto (2008) utang digolongkan menjadi tiga jenis, yaitu:(1) utang jangka pendek (*short-term debt*), yaitu utang yang jangka waktunya kurang dari satu tahun.(2) utang jangka menengah (*intermediate-term debt*), yaitu utang yang jangka waktunya lebih dari satu tahun dan kurang dari sepuluh tahun. (3) utang jangka panjang (*long-term debt*) yaitu utang yang jangka waktunya lebih dari sepuluh tahun. Utang jangka panjang ini digunakan untuk membiayai ekspansi perusahaan.

Kebijakan utang sering diukur dengan *debt to equity ratio* (DER). Dimana DER merupakan perbandingan antara total utang jangka panjang dengan modal sendiri. Semakin rendah DER berarti semakin kecil jumlah utang perusahaan.

2.1.8 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai berapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen sebagai ganti dari investasi yang ditanamkan dan berapa banyak yang dipertahankan untuk investasi kembali didalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, maka semakin kecil *free cash flow* pada perusahaan. Hal ini mengharuskan manajer untuk memperoleh sumber dana dari eksternal perusahaan yaitu melalui utang, sehubungan dengan hal itu kekuasaan manajer akan berkurang. Hal ini sesuai dengan *agency theory* yang menyatakan

bahwa pembayaran dividen dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost*. Sesuai *signalling theory*, pembayaran dividen juga memberikan sinyal positif mengenai prospek perusahaan dimasa depan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan yang dapat mempengaruhi harga saham perusahaan.

Agus sartono (2010) menyatakan bahwa ada beberapa faktor yang menjadi pertimbangan dalam kebijakan dividen, yaitu :

1. Likuiditas

Merupakan pertimbangan utama dalam kebijakan dividen. Oleh karena dividen merupakan aliran kas keluar maka semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan, semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

2. Kebutuhan dana perusahaan

Pendapatan perusahaan yang tidak dibagikan sebagai dividen merupakan sumber dana perusahaan untuk membelanjai operasi perusahaan, sehingga kebutuhan dana untuk membelanjai operasi perusahaan perlu dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan utang.

3. Kemampuan meminjam

Perusahaan yang semakin besar akan memiliki akses yang lebih baik di pasar modal. Kemampuan meminjam yang lebih besar, fleksibilitas yang lebih besar akan memperbesar kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

4. Keadaan pemegang saham

Jika pemegang saham dalam kelompok yang terkena pajak yang tinggi,

maka pemegang saham akan menyukai *capital gain*. Dan sebaliknya jika pemegang saham dalam kelompok yang terkena pajak yang rendah, maka pemegang saham akan menyukai pendapatan dividen yang tinggi.

5. Stabilitas dividen

Bagi para investor stabilitas dividen lebih menarik daripada *dividen payout ratio*. Stabil disini tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan yang ditunjukkan oleh koefisien yang positif. Apabila faktor yang lain sama, saham yang memberikan dividen yang stabil merupakan indikator prospek perusahaan yang stabil.

Berikut ini beberapa bentuk kebijakan dividen menurut Sutrisno (2003) adalah:

1. Kebijakan Pemberian Dividen Stabil

Kebijakan pemberian dividen yang stabil ini artinya dividen akan diberikan secara tetap perlembarnya untuk jangka waktu tertentu walaupun laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi. Dividen stabil ini dipertahankan untuk beberapa tahun, dan kemudian bila laba yang diperoleh meningkat dan peningkatannya baik dan stabil, maka deviden juga akan ditingkatkan untuk selanjutnya dipertahankan selama beberapa tahun. Kebijakan pemberian dividen yang stabil ini banyak dilakukan oleh perusahaan, karena beberapa alasan yakni (1) dapat meningkatkan harga saham, sebab dividen yang stabil dan dapat diprediksi dianggap mempunyai resiko yang kecil, (2) dapat memberikan kesan kepada para investor bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik dimasa yang

akan datang, (3) akan menarik investor yang memanfaatkan dividen untuk keperluan konsumsi, sebab dividen selalu dibayarkan.

2. Kebijakan Dividen yang Meningkat

Perusahaan akan membayarkan dividen kepada pemegang saham dengan jumlah yang selalu meningkat dengan pertumbuhan yang stabil.

3. Kebijakan Dividen dengan Rasio yang Konstan

Memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh semakin besar dividen yang dibayarkan, demikian pula sebaliknya bila laba kecil dividen yang dibayarkan juga kecil. Dasar yang digunakan sering disebut *Dividend Payout Ratio* (DPR).

4. Kebijakan Pemberian Dividen Regular yang Rendah ditambah Ekstra

Kebijakan pemberian dividen dengan cara ini, perusahaan menentukan jumlah pembayaran dividen per lembar yang dibagikan kecil, kemudian ditambahkan dengan ekstra dividen bila keuntungannya mencapai jumlah tertentu.

Kebijakan dividen sering diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Dividend Payout Ratio pada hakikatnya menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai laba ditahan. Ini berarti bahwa semakin tinggi *dividend payout ratio* yang ditetapkan oleh perusahaan, maka semakin kecil dana yang tersedia untuk ditanamkan oleh perusahaan (Fenandar, 2012). Bringham (2006) menyatakan bahwa manajer percaya bahwa para investor lebih menyukai perusahaan yang memiliki *dividend*

payout ratio yang stabil.

2.1.9 Kebijakan Investasi

Kebijakan investasi merupakan keputusan yang menyangkut pengalokasian dana yang berasal dari dalam maupun dana yang berasal dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi (Purnamasari dkk, 2009). Kebijakan investasi ini terdiri dari investasi pada aktiva jangka pendek (aktiva lancar) dan aktiva jangka panjang (aktiva tetap). Investasi pada aktiva jangka pendek dilakukan dengan harapan bahwa akan menerima keuntungan dalam waktu dekat atau kurang dari satu tahun, sedangkan investasi pada aktiva jangka panjang akan menerima pengembalian dalam waktu lebih dari satu tahun dan kembalinya secara bertahap. Tujuan perusahaan melakukan investasi pada aktiva jangka pendek adalah untuk digunakan sebagai modal kerja atau operasional perusahaan. Dan tujuan perusahaan melakukan investasi pada aktiva jangka panjang adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan (Hidayat, 2010).

Kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan akan menentukan keuntungan yang akan diperoleh pada masa yang akan datang. Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006), nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Untuk itu kebijakan investasi merupakan salah satu faktor penting yang harus diperhatikan dalam mencapai tujuan perusahaan.

Ada beberapa studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan kebijakan investasi, salah satunya Myers pada tahun 1977 memperkenalkan

investment opportunity set (IOS). IOS memberikan petunjuk yang lebih luas dengan nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang, sehingga prospek perusahaan dapat ditaksir dari *investment opportunity set* (IOS). IOS didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value* positif (Wijaya dan Wibawa, 2010). Jadi nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk melakukan investasi dimasa yang akan datang.

2.2 Penelitian Terdahulu

Permasalahan mengenai struktur kepemilikan, kebijakan keuangan dan nilai perusahaan telah banyak banyak diteliti. Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan sudah dilakukan oleh peneliti-peneliti. Penelitian-penelitian tersebut antara lain:

Hasnawati (2005) melakukan penelitian dengan judul dampak set peluang investasi (IOS) terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan nilai perusahaan sebagai variabel dependennya dan keputusan investasi sebagai variabel independennya. Hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25%, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain.

Wahyudi dan Pawestri (2006) melakukan penelitian dengan judul implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. Hasil penelitian menunjukkan struktur

kepemilikan institutional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan, keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai investasi, tetapi nilai investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan keputusan pendanaan.

Sujoko dan Soebiantoro (2007) melakukan penelitian dengan judul pengaruh struktur kepemilikan, leverage, faktor intern, dan faktor ekstern terhadap nilai perusahaan. Variabel independen yang digunakan adalah struktur kepemilikan, faktor intern yang meliputi suku bunga, profitabilitas, dividen, ukuran perusahaan. Faktor ekstern meliputi keadaan pasar modal, pertumbuhan pasar, pangsa pasar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan, faktor intern dan faktor ekstern berpengaruh signifikan terhadap leverage. Struktur kepemilikan, faktor ekstern, faktor intern, dan leverage berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) melakukan penelitian dengan judul struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan utang dan nilai perusahaan. Variabel independen yang digunakan adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, kebijakan utang, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, kinerja perusahaan. Hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *ownerships manajerial* terbukti mempengaruhi nilai perusahaan, variabel kepemilikan institusional tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan, kebijakan dividen tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan, kebijakan utang tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan, ukuran perusahaan

terbukti mempunyai pengaruh positif pada nilai perusahaan, pertumbuhan perusahaan terbukti mempengaruhi nilai perusahaan, kinerja perusahaan terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Fenandar dan Raharja (2012) melakukan penelitian dengan judul pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Variabel independen yang digunakan adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan investasi dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan keputusan pendanaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

Peneliti	Tahun	Variabel penelitian		Hasil penelitian
		Independen	Dependen	
Hasnawati	2005	Keputusan Investasi	Nilai Perusahaan	Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25%, sedang sisanya dipengaruhi oleh faktor lain.

Wahyudidan Pawestri	2006	Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen.	Nilai Perusahaan	Struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan. Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai investasi, nilai investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan keputusan pendanaan.
Sujoko dan Soebiantoro	2007	Struktur Kepemilikan, Faktor Intern Yang Meliputi Suku Bunga, Profitabilitas, Dividen, Ukuran Perusahaan. Faktor Ekstern Meliputi Keadaan Pasar Modal, Pertumbuhan Pasar, Pangsa Pasar	Leverage , Nilai perusahaan	Struktur kepemilikan, faktor intern dan faktor ekstern berpengaruh signifikan terhadap leverage. Struktur kepemilikan, faktor ekstern, faktor intern, dan leverage berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sofyaningsih dan Hardiningsih	2011	kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, kebijakan utang, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, kinerja perusahaan	Nilai perusahaan	Kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, kinerja perusahaan mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. sedangkan kepemilikan institusional, kebijakan dividen, kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
Fenandar dan Raharja	2012	Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen	Nilai Perusahaan	Keputusan investasi dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan keputusan pendanaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan

Sumber: Ringkasan berbagai jurnal

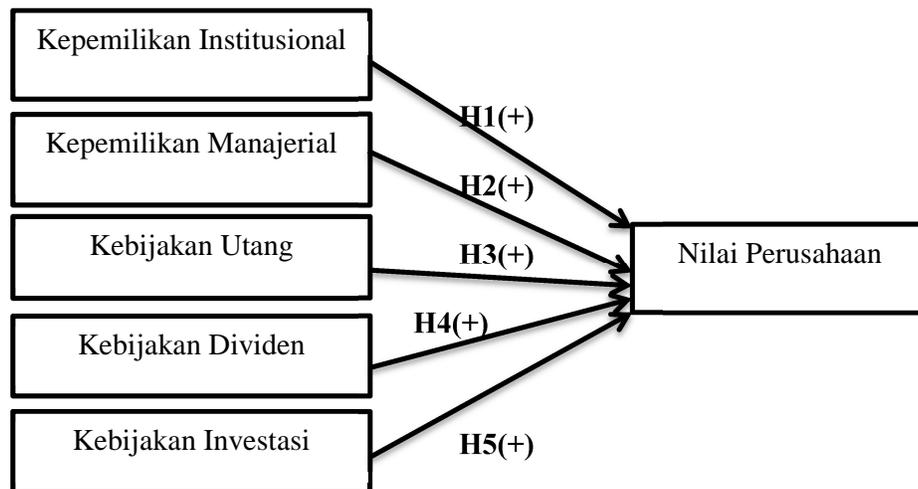
2.3 Kerangka Pemikiran

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Setiap pengambilan keputusan keuangan yang terdiri kebijakan pendanaan, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi akan berdampak terhadap nilai perusahaan.

Dalam memutuskan kebijakan keuangan yang tepat dan sesuai, manajer perlu pengawasan. Sesuai dengan *agency theory*, pengawasan dapat dilakukan dengan adanya kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial.

Dari penjelasan diatas, dapat dibuat kerangka pemikiran yang menggambarkan hubungan antara nilai perusahaan dengan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi sebagai berikut:

Gambar2.2
Kerangka Pemikiran Teoritis



2.4 Hipotesis

2.4.1 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai perusahaan

Sesuai dengan *agency theory*, adanya kepemilikan institusional mampu mengatasi konflik keagenan karena kinerja manajer dapat dimonitoring dengan efektif. Kepemilikan institusional memberikan pengawasan terhadap kinerja

manajemen khususnya dalam hal penggunaan dana perusahaan. Semakin besar kepemilikan institusional maka penggunaan dana perusahaan akan semakin efisien dan mencegah terjadinya pemborosan yang dilakukan oleh manajer, hal itu mampu mengurangi risiko kebangkrutan perusahaan. Dengan menurunnya resiko kebangkrutan perusahaan dan juga dengan adanya pengawasan yang ketat yang dilakukan terhadap kinerja manajer, maka manajer akan berusaha untuk memaksimalkan keuntungan perusahaan. Hal itu berarti bahwa nilai perusahaan juga meningkat.

Hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menemukan hasil bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sujoko dan Soebiantoro (2007) juga menemukan hasil bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H1: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.4.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Menurut *agency theory*, *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari 100%. Manajer cenderung akan menggunakan dana perusahaan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik, sehingga menyebabkan beban utang karena risiko kebangkrutan meningkat, sehingga *agency cost of debt* meningkat dan dapat menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Namun akan berbeda jika manajer juga ikut

memiliki saham dalam perusahaan. Dengan semakin besarnya proporsi saham yang dimiliki oleh manajer, maka manajer akan berhati-hati dalam menentukan kebijakan keuangan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Agar perusahaan terhindar dari resiko kebangkrutan dan juga untuk memaksimalkan keuntungan yang diperoleh sehingga meningkatkan kemakmuran para pemegang saham dan meningkatkan nilai perusahaan. Sujoko dan Soebiantoro (2007) juga menyatakan bahwa kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan, karena mereka juga memiliki perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.

Ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menemukan hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) menemukan hasil bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H2: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.4.3 Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan

Trade off theory mengatakan sebelum mencapai titik maksimum, utang akan lebih murah dibandingkan dengan penjualan saham karena adanya manfaat pajak. Hal ini berkaitan dengan adanya keuntungan dari pengurangan

pajak karena adanya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan utang, sehingga mengurangi penghasilan kena pajak. Oleh karena itu semakin tinggi utang, maka semakin tinggi nilai perusahaan. Penggunaan utang juga merupakan salah satu alternatif untuk mengurangi *agency cost*.

Akan tetapi terdapat pula dampak negatif dari penggunaan utang yang besar, yaitu akan semakin tinggi pula risiko kebangkrutan karena bunga akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak. Dan juga menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007) *leverage* yang semakin tinggi akan menimbulkan *financial distress* sehingga nilai perusahaan menurun. Untuk itu dalam penggunaan utang untuk menaikkan nilai perusahaan harus dilakukan dengan hati-hati.

Terdapat perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) memberikan hasil dimana kebijakan utang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan Sujoko dan Soebiantoro (2007) memberikan hasil dimana kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H3: Kebijakan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.4.4 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen menyangkut keputusan perusahaan tentang penggunaan laba, apakah akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk

dividen, atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Sesuai dengan *signalling theory*, perusahaan yang membayarkan dividen kepada para pemegang saham akan memberikan sinyal positif kepada pasar bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dimasa yang akan datang, yang akhirnya dapat menarik investor dan ini berdampak positif karena dapat meningkatkan harga saham.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Fenandar (2012) yang menemukan hasil bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menunjukkan hasil bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H4: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.4.5 Pengaruh Kebijakan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Hasnawati (2005) menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25% sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain. Dengan adanya pengeluaran untuk investasi akan memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga sebagai indikator nilai perusahaan (Hasnawati, 2005). Hal ini sejalan dengan *signalling theory*.

Hasil penelitian ini juga didukung oleh Fenandar (2012) yang menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan

terhadap nilai perusahaan. Namun ini bertentangan dengan penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menemukan bahwa investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H5: Kebijakan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

3.1.1 Variabel Penelitian

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut:

1. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diwakili oleh PBV.

2. Variabel Independen

Variabel independen diwakili oleh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi.

3.1.2 Definisi Operasional Variabel

1. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai pasar karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat (Hasnawati, 2005). Nilai perusahaan dalam penelitian ini diprosikan dengan *price to book value* (PBV) yang diukur dengan membandingkan harga pasar saham akhir tahun dengan nilai buku perusahaan. Dalam hal ini satuan

nilai perusahaan dinyatakan dengan per lembar saham. Rumusnya :
(Brigham dan Houston, 2006)

$$PBV = \frac{PS}{BVS}$$

Keterangan :

PS : Harga Pasar Saham

BVS : Nilai Buku Per Lembar Saham

2. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh institusi. Dalam penelitian ini diberi simbol KPI dan diukur dengan membagi jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dengan jumlah saham beredar akhir tahun (Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Variabel kepemilikan institusional diukur sebagai berikut :

$$KPI = \frac{\text{Jumlah saham institusional}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}}$$

3. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham manajer yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Dalam penelitian ini variabel kepemilikan manajerial disimbolkan dengan KPM dan diukur dengan membagi jumlah saham yang dimiliki manajer dengan jumlah saham yang beredar akhir tahun (Wahyudi dan

Pawestri, 2006). Variabel kepemilikan manajerial dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{KPM} = \frac{\text{Jumlah saham manajer}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}}$$

4. Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan kebijakan pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan. *Proxy* dalam penelitian ini adalah *debt to equity ratio* (DER) yang merupakan rasio antara utang terhadap *equity*. Dapat dirumuskan sebagai berikut: (Brigham dan Houston, 2006)

$$\text{DER} = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total ekuitas akhir tahun}}$$

5. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai berapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen sebagai ganti dari investasi yang ditanamkan dan berapa banyak yang dipertahankan untuk investasi kembali didalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Kebijakan dividen dalam penelitian ini diproksikan dengan *dividend pay out ratio* (DPR). *Dividend payout ratio* (DPR) dipakai sebagai alat ukur kebijakan dividen, karena kualitas saham suatu perusahaan tidak bisa dijamin dari tiap lembar saham yang dibagikan kalau menggunakan *dividend per shared* (DPS). *Dividend payout ratio* (DPR) ini merupakan rasio pembayaran dividen per saham terhadap laba per saham. Menurut (Brigham dan Houston, 2006) *dividend payout ratio* (DPR) dihitung

dengan :

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

Keterangan :

DPR = dividend payout ratio

DPS = dividend per share.

EPS = earning per share

6. Kebijakan investasi

Kebijakan investasi adalah keputusan yang menyangkut pengalokasian dana yang berasal dari dalam maupun dana yang berasal dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi (Purnamasari dkk, 2009).

Kebijakan investasi dalam penelitian ini diproksikan dengan PER (*Price Earning Ratio*), dimana PER menunjukkan perbandingan antara *closing price* dengan laba per lembar saham (*earning per share*). PER dirumuskan dengan : (Wahyudi dan Pawestri, 2006)

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga saham}}{\text{EPS}}$$

Keterangan :

PER = Price Earning Ratio

EPS = Earning Per Share

Berikut ini disajikan dalam tabel 3.1 mengenai definisi operasional dan variabelnya.

Tabel 3.1
Tabel Definisi Operasional dan Variabel

Variabel	Definisi	Rumus	Skala
Nilai Perusahaan	Perbandingan harga pasar saham akhir tahun dengan nilai buku perusahaan	$PBV = \frac{PS}{BVS}$	Rasio
Kepemilikan Institusional	Proporsi saham yang dimiliki oleh institusi	$\frac{\text{Jumlah saham institusional}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}}$	Rasio
Kepemilikan Manajerial	Presentase jumlah kepemilikan saham manajer dari keseluruhan jumlah saham perusahaan	$\frac{\text{Jumlah saham manajer}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}}$	Rasio
Kebijakan Utang	Perbandingan antara utang terhadap <i>equity</i>	$DER = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total ekuitas}}$	Rasio
Kebijakan Dividen	Rasio pembayaran Dividen terhadap <i>Earning after tax</i> .	$DPR = \frac{DPS}{EPS}$	Rasio

Kebijakan Investasi	Perbandingan antara <i>Closing price</i> dengan laba per Lembar saham (<i>earning per Share</i>).	PER = $\frac{\text{Harga saham}}{\text{EPS}}$	Rasio
---------------------	---	---	-------

Sumber: (Brigham dan Houston, 2006), (Wahyudi dan Pawestri, 2006).

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2012. Sampel penelitian diambil dari populasi dengan metode *purposive sampling* dengan beberapa kriteria yang harus dipenuhi sebagai berikut:

1. Perusahaan sampel merupakan perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di BEI periode 2010-2012.
2. Perusahaan sampel yang menyajikan laporan keuangan selama periode tahun 2010-2012.
3. Perusahaan sampel memiliki proporsi kepemilikan institusional selama periode 2010-2012.
4. Perusahaan sampel memiliki proporsi kepemilikan saham oleh para manajernya selama periode 2010-2012.
5. Perusahaan sampel selama periode tahun 2010-2012 selalu membagikan dividennya.
6. Selama periode 2010-2012 mempunyai laba positif.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data berupa kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, jumlah saham, harga pasar saham, data dividen, laba bersih, total utang, total ekuitas yang diperoleh dari IDX dan laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2010-2012 di pojok BEI Undip Semarang dan di IDX Semarang.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Pada penelitian ini, pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi dan studi pustaka, yaitu proses pencatatan dan perekaman data yang berhubungan dengan manfaat penelitian, yang meliputi laporan keuangan tahunan sampel yang terdapat pada pojok BEI Undip Semarang dan IDX Semarang, jurnal-jurnal dan referensi pendukung lainnya.

3.5 Metode Analisis

Metode analisis data yang digunakan adalah analisis kuantitatif. Analisis ini dilakukan terhadap laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang diteliti. Data berupa angka-angka yang dianalisa dan kemudian diolah berdasarkan metode statistik. Proses analisis kuantitatif ini dilakukan menggunakan alat perhitungan statistik sebagai berikut :

3.5.1 Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data

yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, maksimum, minimum (Ghozali, 2011). Ini bertujuan untuk memberikan gambaran terhadap objek yang diteliti melalui data sampel dan membuat kesimpulan yang berlaku umum dan mempermudah memahami variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

3.5.2 Uji Asumsi Klasik

3.5.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas residual bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2011:160). Model regresi yang baik adalah apabila keduanya mempunyai distribusi normal atau mendekati normal. Dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan analisis grafik dan uji statistik (Ghozali, 2011). Dalam analisis grafik, normalitas dapat dideteksi dengan melihat tabel histogram dan penyebaran data (titik) pada sumbu dari grafik normal probability plot. Jika titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal maka data tersebut berdistribusi normal. Uji statistik yang digunakan untuk menguji normalitas suatu data adalah dengan menggunakan uji kolmogorov-smirnov dengan tingkat kepercayaan 5 persen. Dasar pengambilan keputusan normal atau tidaknya data yang akan diolah adalah sebagai berikut:

- a. Apabila hasil signifikansi lebih besar ($>$) dari 0,05 maka data terdistribusi normal.
- b. Apabila hasil signifikansi lebih kecil ($<$) dari 0,05 maka data tersebut

tidak terdistribusi secara normal.

3.5.2.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Dalam model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antara variabel independen (Ghozali, 2011: 105). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolonieritas di dalam model regresi salah satunya dengan mengamati nilai tolerance dan varian inflation factor (VIF). Tolerance mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Nilai cut-off yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolonieritas adalah nilai tolerance ≤ 0.10 atau sama dengan $VIF \geq 10$ (Ghozali, 2011). Bila hasil regresi menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki nilai tolerance kurang dari 0.10 dan VIF tidak lebih dari 10, maka dapat disimpulkan tidak ada multikolonieritas antar variabel independen dalam model regresi.

3.5.2.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t - 1$ (sebelumnya) (Ghozali, 2011 : 110). Untuk menguji keberadaan autokorelasi dalam penelitian ini digunakan metode durbin-watson test, yaitu dengan cara membandingkan antara nilai DW test dengan nilai pada

tabel pada tingkat k (jumlah variabel bebas), n (jumlah sampel), dan α (tingkat signifikansi) yang ada. Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi yaitu jika nilai DW test $> d_u$ dan DW test $< 4 - d_u$ maka disimpulkan bahwa model yang diajukan tidak terjadi autokorelasi pada tingkat signifikansi tertentu.

3.5.2.4 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain. Jika variance dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika beda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. (Ghozali, 2011 : 139). Pada penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat grafik plot, yaitu dengan melihat grafik antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID), ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatter plot antara ZPRED dan SRESID di mana sumbu y adalah y yang telah diprediksi dan sumbu x adalah residual (y prediksi – y sesungguhnya).

Dasar analisisnya adalah sebagai berikut (Ghozali, 2011):

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik yang menyebar di atas

dan di bawah angka 0 pada sumbu y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

3.5.3 Uji Hipotesis

3.5.3.1 Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi berganda digunakan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih, dan juga menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen (Ghozali, 2011). persamaan fungsinya dirumuskan sebagai berikut:

$$PBV = \alpha + \beta_1 KPI + \beta_2 KPM + \beta_3 DER + \beta_4 DPR + \beta_5 PER + \varepsilon$$

Dimana:

PBV = Nilai Perusahaan

KPI= Kepemilikan Institusional

KPM = Kepemilikan Manajerial

DER = Kebijakan Utang

DPR = Kebijakan Dividen

PER = Kebijakan Investasi

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = Koefisien Regresi

α = Konstanta

ε = Error

3.5.3.2 Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) dimaksudkan untuk mengetahui seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen

(Ghozali,2011). Banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan adjusted R^2 untuk mengevaluasi model regresi karena adjusted R^2 dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model (Ghozali, 2011). Menurut Gujarati (2003) dalam Ghozali (2011) jika dalam uji empiris didapat nilai adjusted R^2 negatif, maka nilai adjusted R^2 dianggap bernilai nol. Secara sistematis jika nilai $R^2 = 1$, maka adjusted $R^2 = R^2 = 1$ sedangkan jika nilai $R^2 = 0$, maka adjusted $R^2 = (1-k)/(n-k)$, jika $k > 1$, maka adjusted R^2 akan bernilai negatif.

3.5.3.3 Uji Signifikan Simultan (Uji Statistik f)

Pengujian ini bertujuan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen (Ghozali, 2011).

Kriteria hipotesis :

- $H_0 ; \beta = 0$; tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel independen (kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, kebijakan investasi) secara bersama-sama terhadap variabel dependen (nilai perusahaan).
- $H_a ; \beta > 0$; ada pengaruh yang signifikan antara variabel independen (kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, kebijakan investasi) secara bersama-sama terhadap variabel dependen (nilai perusahaan).

Kriteria Pengujian :

- Jika nilai F lebih besar daripada 4, maka H_0 ditolak dan H_a diterima pada derajat kepercayaan 5%. hal ini berarti bahwa semua variabel independen secara serentak dan signifikan mempengaruhi variabel dependen.

3.5.3.4 Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2011).

Kriteria hipotesis :

- $H_0 : b_i = 0$, berarti tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel independen (kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, kebijakan investasi) secara individu terhadap variabel dependen (nilai perusahaan).
- $H_a : b_i \neq 0$ berarti ada pengaruh yang signifikan antara variabel independen (kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, kebijakan investasi) secara individu terhadap variabel dependen (nilai perusahaan).

Kriteria pengujian:

- Jika nilai t hitung $>$ t tabel, H_0 ditolak dan H_a diterima hal ini berarti bahwa ada hubungan antara variabel independen (kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen, kebijakan investasi) dengan variabel dependen (nilai perusahaan).

perusahaan).

Pada output regresi, uji parsial juga dapat dilakukan dengan melihat nilai probabilitasnya, apabila nilai probabilitas $(0,000) < \alpha (0,05)$ maka hipotesis diterima.