

**Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan
Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai
Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai
Variabel *Intervening***

**(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Periode 2010-2014)**



SKRIPSI

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

Disusun oleh :

IRENE MAITRI PANDANSARI

12030112130161

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2016**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Irene Maitri Pandansari
Nomor Induk Mahasiswa : 12030112130161
Fakultas/ Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi
Judul Skripsi : **Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan
Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap
Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang
sebagai Variabel *Intervening***
Dosen Pembimbing : Dr. Etna Nur Afri Yuyetta, S.E., M.Si., Akt.

Semarang, 4 Mei 2016

Dosen Pembimbing,

Dr. Etna Nur Afri Yuyetta, S.E., M.Si., Akt.

NIP. 1972 0421 200012 2001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Irene Maitri Pandansari
Nomor Induk Mahasiswa : 12030112130161
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi
Judul Skripsi : **Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan
Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap
Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang
sebagai Variabel *Intervening***

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 7 Juni 2016.

Tim Penguji :

1. Dr. Etna Nur Afri Yuyetta, S.E., M.Si., Akt. (.....)
2. Dr. Hj. Zulaikha, M.Si., Akt. (.....)
3. Adityawarman, S.E., M.Acc., Ak. (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Irene Maitri Pandansari, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel *Intervening***, 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 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 sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri. Bila kemudian saya terbukti melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijazah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 4 Mei 2016

Yang membuat pernyataan,

Irene Maitri Pandansari

NIM: 12030112130161

ABSTRACT

The aim of this study is to examine the influence of managerial ownership, institutional ownership and dividend policy on the firm value through debt policy as an intervening variable.

The population used in this study consist of manufacture firms listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2010-2014. The sampling method used in this study is purposive sampling and obtained 90 samples. The analysis method used in this study is multiple linear regressions expanded with path analysis to examine the direct and indirect effect of managerial ownership, institutional ownership and dividend policy on firm value.

There are three results of this study. First result of this study show that each variable of institutional ownership and dividend policy had positively and negatively significant influence on debt policy, while variable of managerial ownership had no significant influence on debt policy. Second, this study show that dividend policy had positively significant, and managerial ownership, institutional ownership and debt policy had negatively significant on firm value. Third result of this study show that debt policy can mediate the relationship of managerial ownership and dividend policy to firm value, while debt policy can't mediate the relationship of institutional ownership to firm value.

Keywords : Managerial Ownership, Institutional Ownership, Dividend Policy, Debt Policy, Firm Value

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*.

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2010–2014. Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dan diperoleh sebanyak 90 sampel. Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda yang diperluas dengan analisis jalur untuk menentukan pengaruh langsung maupun tidak langsung kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini memperoleh tiga hasil. Hasil pertama menunjukkan bahwa tiap variabel kepemilikan institusional dan kebijakan dividen memiliki masing-masing hubungan positif dan negatif signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan variabel kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil kedua menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif signifikan, dan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ketiga menunjukkan bahwa kebijakan hutang dapat memediasi hubungan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan hutang tidak dapat memediasi hubungan antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci : Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Nilai Perusahaan

MOTO DAN PERSEMBAHAN

“If you are not willing to risk the unusual, you’ll have to settle for the ordinary”

(Jim Rohn)

*“Musuh yang paling berbahaya di dunia ini adalah penakut dan bimbang.
Teman yang paling setia hanyalah keberanian dan
keyakinan yang teguh”*

(Andrew Jackson)

Skripsi ini saya persembahkan untuk:

Ayah dan ibu saya

Sahabat dan teman-teman saya

*Setiap orang yang mendukung saya yang tidak dapat saya
sebutkan satu per satu*

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan atas rahmat dan karunia yang diberikan Tuhan Yang Maha Esa kepada penulis, karena berkat dan rahmatnya penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel *Intervening*”**. Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi di Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini tidak dapat terselesaikan tanpa campur tangan pihak-pihak lain yang mendukung penulis dalam penyelesaian skripsi ini. Oleh karena itu, pada kesempatan kali ini penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada :

1. Kedua orang tua tercinta, Bapak Yulius Sumarno dan Ibu Elisabeth Ratnawati yang telah mendukung, memberikan nasihat, motivasi dan doa sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini.
2. Dr. Suharnomo, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.
3. Fuad, S.E.T, M.Si., Akt., Ph.D. selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
4. Dr. Etna Nur Afri Yuyetta, S.E., M.Si., Akt. selaku dosen pembimbing skripsi yang bersedia meluangkan waktunya untuk memberikan bimbingan, arahan dan nasihat kepada penulis, sehingga skripsi ini dapat diselesaikan dengan baik.
5. Prof. Dr. Muchamad Syafruddin, M.Si., Akt. selaku dosen wali.
6. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat kepada penulis selama menempuh studi.
7. Kakak Martinus, dan keluarga besar yang memberi dukungan kepada penulis.

8. Pratama ‘Chumiccu’ Septanoris, sebagai sahabat terdekat yang tidak pernah berhenti memberikan bantuan, dukungan, serta doa kepada penulis, yang selalu ada di saat suka maupun duka, yang selalu ada di saat penulis mengalami kesulitan hingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik.
9. Ciwi: Devi, Erika, Hanum, Anisah, Rachma, Elvin, Agnes dan Elma atas kebersamaannya sebagai sahabat yang telah memberikan dukungan kepada penulis dalam penyusunan skripsi.
10. Teman-teman KKN Desa Jurang, Suci, Fia, Farizka, Kak Fida, Intan, Maul, Aldo dan Bram atas pengalaman dan kebersamaannya selama KKN.
11. Seluruh teman-teman Akuntansi 2012 atas pengalaman dan kebersamaan selama menjalani perkuliahan.
12. Semua pihak yang telah membantu kelancaran penyusunan skripsi ini baik secara langsung maupun tidak langsung yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu.

Penulis menyadari bahwa terdapat keterbatasan dan kekurangan dalam penulisan skripsi ini. Oleh karena itu, penulis mohon maaf apabila terjadi kesalahan yang penulis perbuat baik sengaja maupun tidak sengaja. Penulis berharap agar skripsi ini dapat bermanfaat dan berguna bagi semua pihak yang membutuhkan.

Semarang, 4 Mei 2016

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
<i>ABSTRACT</i>	v
ABSTRAK	vi
MOTO DAN PERSEMBAHAN	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL.....	xiii
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah	10
1.3 Tujuan dan Kegiatan Penelitian	12
1.3.1 Tujuan Penelitian.....	12
1.3.2 Manfaat Penelitian.....	13
1.4 Sistematika Penulisan.....	14
BAB II TELAAH PUSTAKA	16
2.1 Landasan Teori.....	16
2.1.1 Teori Agensi	16
2.1.2 Teori Pecking Order	18
2.1.3 Teori Sinyal	19
2.1.4 Nilai Perusahaan	21
2.1.5 Kebijakan Hutang (<i>Leverage</i>)	23
2.1.6 Kepemilikan Manajerial	24

2.1.7	Kepemilikan Institusional.....	26
2.1.8	Kebijakan Dividen (<i>Dividend Payout Ratio</i>).....	27
2.2	Penelitian Terdahulu	28
2.3	Kerangka Pemikiran	34
2.4	Perumusan Hipotesis	37
2.4.1	Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang	37
2.4.2	Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang.....	39
2.4.3	Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang.....	41
2.4.4	Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan	42
2.4.5	Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan.....	43
2.4.6	Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan.....	45
2.4.7	Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan	46
BAB III	METODE PENELITIAN.....	49
3.1	Variabel Penelitian dan Operasional	49
3.1.1	Variabel Terikat (Variabel Dependen)	49
3.1.2	Variabel Bebas (Variabel Independen).....	50
3.1.3	Variabel Mediasi (Variabel <i>Intervening</i>).....	51
3.2	Populasi dan Sampel	52
3.3	Jenis dan Sumber Data	52
3.4	Metode Pengumpulan Data	53
3.5	Metode Analisis.....	53
3.5.1	Analisis Statistik Deskriptif.....	54
3.5.2	Uji Asumsi Klasik	54
3.5.2.1	Uji Normalitas.....	54
3.5.2.2	Uji Multikolinearitas	55
3.5.2.3	Uji Autokorelasi	55
3.5.2.4	Uji Heteroskedastisitas.....	56
3.5.3	Uji Hipotesis	56
3.5.3.1	Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	56
3.5.3.2	Uji Signifikansi Simultan (Uji F).....	57
3.5.3.3	Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t)	57

3.5.4 Uji Deteksi Variabel <i>Intervening</i>	58
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	60
4.1 Deskripsi Objek Penelitian.....	60
4.2 Analisis Data	61
4.2.1 Analisis Statistik Deskriptif.....	61
4.2.2 Hasil Uji Asumsi Klasik	64
4.2.2.1 Hasil Uji Normalitas	64
4.2.2.2 Hasil Uji Multikolinearitas.....	69
4.2.2.3 Hasil Uji Autokorelasi	70
4.2.2.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas	72
4.2.3 Hasil Uji Hipotesis.....	75
4.2.3.1 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	76
4.2.3.2 Hasil Uji Signifikansi Simultan (Uji F)	77
4.2.3.3 Hasil Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t)..	78
4.2.4 Hasil Uji Deteksi Variabel <i>Intervening</i>	80
4.3 Interpretasi Hasil	82
4.3.1 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang	83
4.3.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang.....	84
4.3.3 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang.....	84
4.3.4 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan	85
4.3.5 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan.....	86
4.3.6 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan.....	87
4.3.7 Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan	88
4.3.8 Pengujian Deteksi Variabel <i>Intervening</i>	89
BAB V PENUTUP.....	90
5.1 Simpulan.....	90
5.2 Keterbatasan Penelitian	91
5.3 Saran.....	92
DAFTAR PUSTAKA	93
LAMPIRAN-LAMPIRAN.....	98

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu	31
Tabel 4.1 Rincian Pengambilan Sampel	60
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif	61
Tabel 4.3 Uji Kolmogrov-Smirnov Model 1	66
Tabel 4.4 Uji Kolmogrov-Smirnov Model 2	68
Tabel 4.5 Hasil Uji Multikolinearitas Model 1	69
Tabel 4.6 Hasil Uji Multikolinearitas Model 2	70
Tabel 4.7 Hasil <i>Run Test</i> Model 1	71
Tabel 4.8 Hasil <i>Run Test</i> Model 2	71
Tabel 4.9 Hasil Uji Glejser Model 1	73
Tabel 4.10 Hasil Uji Glejser Model 2	74
Tabel 4.11 Hasil Uji Hipotesis Model 1	75
Tabel 4.12 Hasil Uji Hipotesis Model 2	76

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Penelitian.....	36
Gambar 3.1 <i>Path Analysis</i> (Analisis Jalur)	58
Gambar 4.1 Histogram Uji Normalitas Model 1.....	65
Gambar 4.2 P-Plot Uji Normalitas Model 1.....	66
Gambar 4.3 Histogram Uji Normalitas Model 2.....	67
Gambar 4.4 P-Plot Uji Normalitas Model 2.....	68
Gambar 4.5 Hasil Uji <i>Scatterplot</i> Model 1	72
Gambar 4.6 Hasil Uji <i>Scatterplot</i> Model 2	74
Gambar 4.7 <i>Path Analysis</i> (Analisis Jalur)	80

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran A Daftar Nama Perusahaan Sampel	99
Lampiran B Statistik Deskriptif	100
Lampiran C Hasil Uji Normalitas	101
Lampiran D Hasil Uji Multikolinearitas	105
Lampiran E Hasil Uji Autokorelasi.....	107
Lampiran F Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	108
Lampiran G Hasil Pengujian Hipotesis.....	110

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Perusahaan pada umumnya memiliki tujuan utama, yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor sebagai gambaran atas kepercayaan terhadap perusahaan yang dapat dilihat dari harga saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Harga saham yang tinggi mencerminkan penawaran saham perusahaan oleh investor tinggi karena adanya asumsi bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik di masa mendatang, sehingga mampu memperoleh *profit* dan membagikan dividen dalam jumlah yang besar. Peningkatan nilai perusahaan adalah sebuah prestasi yang diharapkan pemegang saham karena dengan meningkatnya nilai perusahaan, kesejahteraan pemegang saham sebagai pemilik juga akan meningkat.

Nilai suatu perusahaan dapat diukur dengan menggunakan *Price Book Value*. *Price Book Value* (PBV) merupakan rasio pasar yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya (Ang, 1997). PBV dapat diartikan sebagai hasil perbandingan antara harga saham dan nilai buku per lembar saham. Nilai buku merupakan nilai saham menurut pembukuan perusahaan. Penelitian terdahulu mengenai nilai perusahaan telah dilakukan oleh Weston dan Brigham (2000) menyatakan bahwa perusahaan dapat dikatakan memiliki nilai perusahaan yang baik apabila memiliki PBV tinggi yang mampu mencerminkan tingkat kemakmuran pemegang saham.

Perusahaan dituntut untuk berupaya memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan meningkatkan nilai perusahaan. Upaya yang dilakukan pemegang saham untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada pihak profesional, dalam hal ini adalah manajer. Manajer selaku penerima amanah dari pemilik perusahaan menentukan kebijakan yang dapat meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham yaitu memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2001:16).

Manajer perusahaan memiliki wewenang dalam menentukan kebijakan yang dapat digunakan untuk memaksimalkan harga saham, antara lain dengan menentukan keputusan pendanaan (Hasnawati, 2005). Keputusan pendanaan didefinisikan sebagai keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih perusahaan. Salah satu sumber keputusan pendanaan perusahaan adalah melalui kebijakan hutang.

Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang diambil pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pendanaan bagi perusahaan yang berasal dari eksternal perusahaan (Kaluti, 2014). Kebijakan hutang menentukan jumlah hutang yang akan digunakan perusahaan untuk mendanai aktivitas operasinya. Perusahaan akan memanfaatkan penggunaan hutang dengan optimal untuk menghasilkan *profit* yang tinggi, sehingga mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan.

Kebijakan hutang yang tercermin dari *leverage* dapat dipahami sebagai penaksir risiko yang melekat pada suatu perusahaan (Kaluti, 2014). Artinya, *leverage* yang semakin besar menunjukkan risiko investasi yang semakin besar.

Soliha dan Taswan (2002) juga menyatakan bahwa hutang merupakan instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Perusahaan akan lebih berhati-hati dalam penggunaan hutang karena tingkat hutang yang tinggi akan meningkatkan risiko ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya kepada kreditur.

Pemegang saham sebagai pihak eksternal menilai seberapa besar perusahaan menggunakan hutang dan seberapa mampu perusahaan mengembalikan hutang tersebut. Oleh karena itu, adanya kebijakan hutang dapat mempengaruhi terjadinya hubungan keagenan antara manajer dan pihak eksternal perusahaan. Hubungan keagenan ini membuat kebijakan hutang rentan terhadap konflik agensi, sesuai dengan yang dinyatakan dalam *agency theory*, yaitu terdapat ketidakselarasan kepentingan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal. Menurut Jensen dan Meckling (1976), konflik agensi dapat diminimalisir dengan melakukan pengawasan terhadap perilaku manajer, namun biaya agensi yang meliputi biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya ikatan (*bonding cost*) dan biaya sisa (*residual cost*) juga akan muncul seiring dilakukannya mekanisme pengawasan tersebut.

Dalam menentukan kebijakan hutang, manajer cenderung menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk pemilihan proyek-proyek yang memiliki risiko yang besar dengan pendanaan yang besar (Setyawati, 2014). Hal ini menyebabkan meningkatnya beban bunga perusahaan sehingga risiko kebangkrutan semakin tinggi yang berdampak pada biaya agensi hutang semakin tinggi. Peningkatan biaya agensi

tersebut akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan. Beberapa cara dapat dilakukan dalam mengurangi biaya agensi, antara lain dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan rasio pembayaran dividen.

Kepemilikan manajerial adalah suatu kondisi manajer mengambil bagian dalam struktur modal perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut berperan ganda sebagai manajer sekaligus pemegang saham di perusahaan (Sugiarto, 2011). Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer dapat mensejajarkan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Manajer akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan karena turut menanggung risiko dari keputusan tersebut. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa masalah keagenan memburuk seiring persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh manajer menurun.

Adanya kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana yang berupa keputusan untuk menggunakan hutang atau dengan mengeluarkan saham baru. Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial besar mempunyai andil yang besar dalam mengurangi hutang. Hal ini disebabkan penggunaan hutang yang tinggi akan meningkatkan risiko kebangkrutan pada perusahaan.

Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain yang berperan sebagai *monitoring agent* (Bathala dan Rao, 1994). Kepemilikan institusional mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal sehingga manajer akan diawasi dalam

menentukan kebijakan finansial. Alternatif ini menyebabkan perusahaan akan mencari sumber pendanaan yang relevan untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya.

Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajemen diawasi secara optimal sehingga manajemen menghindari perilaku yang merugikan prinsipal (Setyawati, 2014). Presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi semakin tinggi akan menyebabkan pengawasan semakin efektif dalam mengurangi *agency cost* pada perusahaan serta penggunaan hutang oleh manajemen. Adanya kontrol ini dapat menyebabkan manajemen menggunakan hutang pada tingkat yang rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan *financial risk* (Crutchley, 1999). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa prosentase kepemilikan oleh institusi dan manajemen akan menentukan penggunaan hutang untuk membiayai operasional perusahaan.

Dividend payout ratio atau rasio pembayaran dividen yang tinggi merupakan salah satu cara untuk mengurangi biaya agensi. Rozeff (1982) mengamati bahwa perusahaan yang membayar dividen yang tinggi dapat menurunkan konflik keagenan. Aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan berkurang akibat pembagian dividen sehingga manajemen mencari pendanaan dari luar untuk membiayai kembali operasi dan investasi perusahaan. Pemegang saham akan merespon positif karena perusahaan mampu membagikan dividen yang tinggi, sehingga nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan juga akan meningkat.

Menurut Faccio *et al.* (2001), pembayaran dividen dan penggunaan hutang berperan dalam mengurangi arus kas bebas yang dapat disalahgunakan manajer. Pembagian dividen kepada pemegang saham menyebabkan arus kas perusahaan menjadi sedikit, sehingga apabila perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan, maka beban keuangan menjadi tinggi serta meningkatkan risiko *financial distress*.

Dari ketiga cara di atas, dapat dilihat bahwa masing-masing memiliki peranan yang penting bagi peningkatan nilai perusahaan sekaligus berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Menurut Soliha dan Taswan (2002), hutang merupakan instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Adanya kepemilikan institusional dalam perusahaan membuat manajer lebih diawasi sehingga tidak menggunakan hutang untuk investasi yang tidak menguntungkan. Begitu juga dengan adanya kepemilikan manajerial suatu perusahaan, manajer cenderung membatasi penggunaan hutang. Pembagian dividen yang tinggi menyebabkan berkurangnya arus kas perusahaan, sehingga manajer cenderung mengurangi penggunaan hutang untuk menghindari ketidakmampuan perusahaan dalam membayar bunga dan pokok pinjaman.

Beberapa penelitian terdahulu telah meneliti mengenai hubungan nilai perusahaan yang diprosikan dengan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Penelitian yang dilakukan Mardiyati, *et al.* (2012) menemukan bukti bahwa kebijakan dividen berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan hutang berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kusumaningrum (2013) membuktikan hasil yang berbeda mengenai kebijakan dividen, keputusan investasi, keputusan pendanaan, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Kebijakan dividen dan keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan keputusan pendanaan, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Vo dan Nguyen (2014) dalam penelitiannya menemukan pengaruh negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen terhadap *leverage*, sedangkan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Vo dan Nguyen (2014) yang meneliti hubungan keterkaitan antar variabel kepemilikan manajerial, *leverage* dan kebijakan dividen perusahaan non keuangan yang terdaftar di HCM City Stock Exchange (HOSE) selama tahun 2007 – 2012. Metode analisis yang digunakan pada penelitian Vo dan Nguyen (2014) adalah *three-stage least squares* (3SLS).

Penelitian ini memiliki perbedaan dengan penelitian Vo dan Nguyen (2014). Perbedaan pertama penelitian ini adalah penggunaan data laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010 – 2014. Vo dan Nguyen (2014) dalam penelitiannya menggunakan data perusahaan non keuangan yang terdaftar di HOSE atau bursa efek yang terdapat di Vietnam pada tahun 2009 – 2011.

Perbedaan kedua dari penelitian ini adalah penggunaan metode analisis yang memiliki perbedaan dengan penelitian Vo dan Nguyen (2014). Penelitian ini

menggunakan metode analisis jalur atau *path analysis* yang mengukur hubungan secara langsung maupun tidak langsung antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Vo dan Nguyen (2014) dalam penelitiannya menggunakan metode *three-stage least squares* (3SLS), yaitu menganalisis hubungan timbal balik antara kepemilikan manajerial, *leverage* dan kebijakan dividen.

Perbedaan ketiga dari penelitian ini adalah penggunaan variabel nilai perusahaan dan kepemilikan institusional yang sebelumnya tidak diteliti oleh Vo dan Nguyen (2014). Variabel nilai perusahaan digunakan sebagai variabel dependen dalam penelitian karena variabel ini menggambarkan kemakmuran pemegang saham sehingga pemegang saham akan menanamkan modalnya dalam suatu perusahaan bila nilai perusahaan tinggi. Adanya kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan pembayaran dividen mampu mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga kondisi ini memberikan pengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan. Variabel kepemilikan institusional digunakan dalam penelitian ini untuk mencegah kecurangan pengambilan keputusan pendanaan oleh manajer karena adanya pengawasan dari pihak bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain yang memiliki sejumlah kepemilikan pada perusahaan tersebut, sehingga adanya kepemilikan institusional diharapkan mampu mempengaruhi peningkatan nilai suatu perusahaan.

Perbedaan keempat penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan Vo dan Nguyen (2014) adalah penggunaan variabel kebijakan hutang, atau yang pada

penelitian sebelumnya disebut *leverage*, sebagai variabel *intervening*. Variabel kebijakan hutang digunakan sebagai variabel *intervening* karena variabel ini berperan dalam memberikan pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan secara tidak langsung. Keberadaan keputusan perusahaan dalam menggunakan hutang mampu mempengaruhi tinggi rendahnya nilai perusahaan, terlebih ketika perusahaan berupaya mengurangi biaya agensi yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Di satu sisi, proporsi hutang yang tinggi dapat meningkatkan harga saham. Perusahaan yang sedang melakukan pengembangan usaha pada umumnya menggunakan pendanaan melalui hutang, sehingga pemegang saham menilai perusahaan memiliki pertumbuhan yang baik di masa mendatang. Selain itu, pembayaran bunga pinjaman secara periodik dapat menghemat pajak penghasilan yang sifatnya *deductible expense* (Sugiarto, 2011). Di sisi lain, jumlah hutang yang berlebihan akan menurunkan nilai perusahaan karena biaya yang ditimbulkannya lebih besar dibandingkan dengan manfaat penghematan pajak. Hutang yang tinggi juga dapat meningkatkan risiko *financial distress* karena manajer sebagai debitur tidak dapat memenuhi kewajibannya kepada kreditur. Dengan demikian, perusahaan harus dapat menggunakan hutang dengan optimal agar tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2010 – 2014.

1.2 Rumusan Masalah

Perusahaan pada umumnya memiliki tujuan utama, yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Nilai suatu perusahaan dapat diukur dengan menggunakan *Price Book Value*. Weston dan Brigham (2000) menyatakan bahwa perusahaan dapat dikatakan memiliki nilai perusahaan yang baik apabila memiliki PBV tinggi yang mampu mencerminkan tingkat kemakmuran pemegang saham.

Perusahaan dituntut untuk berupaya memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan meningkatkan nilai perusahaan. Upaya yang dilakukan pemegang saham untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada pihak profesional, dalam hal ini adalah manajer. Manajer perusahaan memiliki wewenang dalam menentukan kebijakan yang dapat digunakan untuk memaksimalkan harga saham, antara lain dengan menentukan keputusan pendanaan. Salah satu sumber keputusan pendanaan perusahaan adalah melalui kebijakan hutang. Kebijakan hutang menentukan jumlah hutang yang akan digunakan perusahaan untuk mendanai aktivitas operasinya, namun kebijakan hutang yang tercermin dari *leverage* ini juga dapat dipahami sebagai penaksir risiko yang melekat pada suatu perusahaan. Artinya, *leverage* yang semakin besar menunjukkan risiko investasi yang semakin besar.

Pemegang saham sebagai pihak eksternal menilai seberapa besar perusahaan menggunakan hutang dan seberapa mampu perusahaan mengembalikan hutang tersebut. Oleh karena itu, kebijakan hutang dapat mempengaruhi terjadinya hubungan keagenan antara manajer dan pihak eksternal perusahaan. Hubungan keagenan ini membuat kebijakan hutang rentan terhadap

konflik agensi. Beberapa cara dapat dilakukan perusahaan dalam mengurangi biaya agensi, antara lain dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan rasio pembayaran dividen.

Penelitian ini merupakan modifikasi dari penelitian sebelumnya, yaitu menggunakan variabel nilai perusahaan sebagai variabel dependen, variabel kepemilikan institusional sebagai variabel independen, serta variabel kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Variabel nilai perusahaan digunakan sebagai variabel dependen dalam penelitian karena variabel ini menggambarkan kemakmuran pemegang saham sehingga pemegang saham akan menanamkan modalnya dalam suatu perusahaan bila nilai perusahaan tinggi. Variabel kepemilikan institusional digunakan dalam penelitian ini untuk mencegah kecurangan pengambilan keputusan pendanaan oleh manajer karena adanya pengawasan dari pihak bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain yang memiliki sejumlah kepemilikan pada perusahaan tersebut, sehingga adanya kepemilikan institusional diharapkan mampu mempengaruhi peningkatan nilai suatu perusahaan.

Variabel kebijakan hutang digunakan sebagai variabel *intervening* karena variabel ini berperan dalam memberikan pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan secara tidak langsung. Keberadaan keputusan perusahaan dalam menggunakan hutang mampu mempengaruhi tinggi rendahnya nilai perusahaan, terlebih ketika perusahaan berupaya mengurangi biaya agensi yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Penggunaan hutang yang tinggi dapat mengakibatkan *financial*

distress, namun penggunaan hutang yang optimal berguna juga dalam meningkatkan harga saham. Penelitian ini menggunakan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen yang dapat digunakan untuk mengurangi biaya agensi serta melihat pengaruhnya terhadap nilai perusahaan secara langsung maupun tidak langsung melalui kebijakan hutang.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, perumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang?
2. Bagaimana pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang?
3. Bagaimana pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang?
4. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan?
5. Bagaimana pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan?
6. Bagaimana pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan?
7. Bagaimana pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan?

1.3 Tujuan dan Kegiatan Penelitian

Tujuan dan manfaat dari penelitian yang dilakukan akan dijelaskan sebagai berikut :

1.3.1 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk :

1. Menganalisis dan menguji secara empiris pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

2. Menganalisis dan menguji secara empiris pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.
3. Menganalisis dan menguji secara empiris pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang.
4. Menganalisis dan menguji secara empiris pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.
5. Menganalisis dan menguji secara empiris pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.
6. Menganalisis dan menguji secara empiris pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
7. Menganalisis dan menguji secara empiris pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.

1.3.2 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi berbagai pihak, antara lain :

1. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan pertimbangan bagi perusahaan dalam merumuskan kebijakan keuangan dan menjalankan fungsi manajemen keuangan sehingga mampu mencapai tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan.

2. Bagi Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris dan menjadi referensi tambahan bagi peneliti selanjutnya mengenai pengaruh

kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dan pengaruhnya secara tidak langsung melalui kebijakan hutang. Tambahan wawasan pada penelitian ini diharapkan dapat mendorong munculnya penelitian-penelitian lebih lanjut.

1.4 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan penelitian terdiri dari beberapa bab, yaitu Bab I Pendahuluan, Bab II Telaah Pustaka, Bab III Metode Penelitian, Bab IV Hasil dan Analisis dan Bab V Penutup. Deskripsi masing-masing bab adalah sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini menjelaskan latar belakang, perumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian dan sistematika penulisan.

BAB II TELAAH PUSTAKA

Bab ini menjelaskan landasan teori dan penelitian terdahulu, kerangka pemikiran dan hipotesis yang akan diuji.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini menguraikan metode penelitian yang digunakan dalam melakukan analisis meliputi variabel penelitian, definisi operasional, jenis dan sumber data serta metode analisis data penelitian.

BAB IV HASIL DAN ANALISIS

Bab ini menjelaskan deskripsi mengenai objek penelitian, analisis data dan intepretasi hasil sesuai dengan teknik analisis yang telah digunakan.

BAB V PENUTUP

Bab ini menguraikan kesimpulan dari hasil penelitian yang telah dilakukan, keterbatasan penelitian dan saran bagi penelitian selanjutnya.