



**SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG
IMPLIKASI STRUKTUR KEPEMILIKAN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN: DENGAN KEPUTUSAN KEUANGAN
SEBAGAI VARIABEL INTERVENING**

**Untung Wahyudi
Hartini Prasetyaning Pawestri
Univ Widyagama Malang**

Abstract

The objective of this research was to examine the influence of ownership structure on the firm value with financial decision as intervening variable. Sample used in this research was the firms that are not included in the categories of banking industry, institution of credit matters, security, and insurance, for an observation period of 2003 and 2002 as comparison. The sample consists of companies registered on the Jakarta Stock Exchange. Data were collected through purposive sampling, and statistic method used is path analysis. The result of empirical examination using path analysis gives result that (1) Management ownership had influence on invesment decision and financing decision but its had not influence on dividend policy. (2) Institutional ownership had not influence on financing decision and firm value. (3) The financing decision had influence on firm value, but invesment decision and dividend policy had not influence on firm value. (4) Managerial ownership had direct and indirect influence on firm value with financing decision as intervening variable.

Keywords: managerial ownership, institutional ownership, invesment decision, financial decision, dividend policy, firm value.



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG LATAR BELAKANG

Dalam jangka panjang, tujuan perusahaan adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pula pemiliknya. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya (Fama, 1978). Jensen (2001) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen. Penyatuan kepentingan pemegang saham, *debtholders*, dan manajemen yang notabene merupakan pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan seringkali menimbulkan masalah-masalah (*agency problem*). *Agency problem* dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional). 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.

Beberapa penelitian mengenai struktur kepemilikan dan keputusan keuangan pernah dilakukan oleh Crutchley (1999) dengan membangun sebuah model yang menunjukkan empat keputusan yang saling terkait menyangkut *leverage*, *dividend*, *insider ownership*, dan *institutional ownership* ditentukan secara simultan dalam kerangka *agency cost*. Penelitian Crutchley (1999), memberikan bukti bahwa ada keterkaitan antara keputusan *leverage*, *dividend payout ratio*, *insider ownership*, dan *institutional ownership* yang ditentukan secara simultan meskipun tidak menyeluruh. Pada penelitiannya Crutchley (1999) juga membuktikan bahwa kepemilikan institusional merupakan substitusi kepemilikan manajerial. Chen (2000) menemukan hubungan negatif antara *analyst coverage* dan kepemilikan manajerial, hal ini mendukung hasil penelitian Crutchley (1999.)

Optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French, 1998). Penelitian tentang keputusan keuangan sebagaimana kerangka pikir di atas pernah dilakukan oleh Sri



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

Hasnawati (2005) yang menemukan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan dan secara tidak langsung keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan pendanaan. Agrawal (1994) meneliti kebijakan dividen terhadap semua ekuitas perusahaan dan temuannya adalah bahwa dividen dapat dipandang sebagai substitusi dari hutang dalam mengurangi *agency cost*. Jadi, keputusan investasi berpengaruh terhadap keputusan pendanaan, keputusan pendanaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen, dan keputusan investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Dari uraian latar belakang di atas dapat dikatakan bahwa keputusan keuangan merupakan variabel *intervening* atas pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut:

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

LANDASAN TEORI DAN PENGAJUAN HIPOTESIS

Struktur Kepemilikan dan Keputusan Keuangan

Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi *agency cost*, sehingga perusahaan akan menggunakan dividen yang rendah. Dengan adanya kontrol yang ketat, menyebabkan manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan (Crutclay, 1999). Kim dan Sorenson (1986) mengemukakan *demand* dan *supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

insider menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan. Dengan kepemilikan besar, pihak *insider* ingin mempertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan utang. Menurut Jensen dan Meckling (1976), penggunaan utang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial. Penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan (Friend dan Lang, 1988)

Bird in the hand theory memandang bahwa dividen tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih suka kepastian tentang *return* investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan (Gordon dalam Brigham dan Gapenski, 1996: 438). Roseff (1982) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi dimasa yang akan datang yang dibiayai dari sumber internal. Sebaliknya jika pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi, maka menimbulkan perbedaan kepentingan, sehingga diperlukan peningkatan dividen. Crutchly (1999) menyatakan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap dividen adalah negatif. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan akan cenderung untuk menggunakan dividen yang rendah.

Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan

Fuerst dan Kang (2000) menemukan hubungan yang positif antara *insider ownership* dengan nilai pasar setelah mengendalikan kinerja perusahaan. Nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif (Slovin dan Sushka, 1993). Hubungan antara *analysts coverage* yang merupakan *external monitoring function* dan Tobins'Q sebagai proksi nilai perusahaan adalah positif dan signifikan (Chen dan Steiner, 2000).



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*). Peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar (Brigham, 1999). Peningkatan dividen dilakukan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal dan perbankan. Dividen mengandung informasi atau sebagai isyarat (*signal*) akan prospek perusahaan (Roseff, 1982). Pendapat Roseff didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Asquith dan Mullins (1983), bahwa pengumuman meningkatnya dividen telah meningkatkan *return* saham, dan dapat digunakan untuk menangkal isu-isu yang tidak diharapkan perusahaan di masa mendatang. Masulis (1980) melakukan penelitian dalam kaitannya dengan relevansi keputusan pendanaan, menemukan bahwa sehari sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan proporsi hutang terdapat kenaikan *abnormal return*, sebaliknya pada saat perusahaan mengumumkan penurunan proporsi hutang berpengaruh kepada penurunan *abnormal return*.

Berdasarkan landasan teori di atas, maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

- H1: Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.
- H2: Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.
- H3: Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan.
- H4: Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan.
- H5: Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
- H6: Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
- H7: Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Padang, 23-26 Agustus 2006

5



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

- H8: Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
- H9: Keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan.
- H10: Keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
- H11: Keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
- H12: Keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
- H13: Keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
- H14: Keputusan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Pemilihan Sampel dan Data

Sampel penelitian ini dipilih dengan metode *purposive sampling* terhadap perusahaan go publik yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) tahun 2003 dengan tahun 2002 sebagai komperasinya, kecuali untuk perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lainnya serta perusahaan yang dimiliki oleh Pemerintah Republik Indonesia. Alasan ini mengacu pada pernyataan Jensen dan Meckling (1976) bahwa industri-industri dengan regulasi yang tinggi seperti *public utilities* atau bank akan mempunyai *debt equity ratio* yang tinggi yang se-ekuivalen dengan tingginya risiko yang melekat pada industri yang bersangkutan daripada *non regulated firms*. Kriteria lainnya adalah laporan keuangan perusahaan sampel tidak menunjukkan adanya saldo total ekuitas yang negatif dan atau mengalami kerugian selama tahun 2003. Karena saldo ekuitas dan laba yang negatif sebagai penyebut menjadi tidak bermakna (Imam Subekti, 2000).

Variabel Penelitian dan Pengukuran

Struktur Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial (Iturriaga dan Sanz, 1998).

Struktur Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan oleh *blockholder*.

Keputusan Investasi

Adapun proksi IOS dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Padang, 23-26 Agustus 2006

6



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

a. *Book Value of Gross Property, Plant, and Equipment to the Book Value of the Assets Ratio (PPE/BVA)*

$$\text{Rasio PPE/BVA} = \frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}}{\text{Nilai Buku Total Aktiva}}$$

b. *Market to Book Value of Equity Ratio (MVE/BVE)*

Rasio MVE/BVE mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya (Smith dan Watts, 1992).

$$\text{Rasio MVE/BVE} = \frac{\text{Jumlah Lembar Saham Beredar} \times \text{Closing Price}}{\text{Total Ekuitas}}$$

c. *Market Value to Book Value of Assets Ratio (MVA/BVA)*

Proksi ini menunjukkan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan, terefleksi dalam harga saham (Kallapur dan Trombley, 1999).

$$\text{Rasio MVA/BVA} = \frac{(\text{Ttl Aset} - \text{Ttl Ekuitas}) + (\text{Jml Shm Beredar} \times \text{Closing Price})}{\text{Total Aset}}$$

d. *Capital Addition to Assets Book Value Ratio (CAP/BVA)*

Rasio CAP/BVA menunjukkan adanya aliran tambahan aktiva produktifnya, yang sekaligus menunjukkan adanya potensi pertumbuhan perusahaan (Kallapur & Trombley, 1999)

$$\text{Rasio CAP/BVA} = \frac{(\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_{t-1})}{\text{Total Aset}}$$



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

e. *Capital Addition to Assets Market Value Ratio (CAP/MVA)*

Penggunaan *capital addition to assets market value ratio* sebagai proksi IOS dengan dasar pemikiran bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki level aktivitas investasi yang lebih tinggi (Kallapur dan Trombley, 1999).

$$(\text{Nilai buku aktiva tetap}_t - \text{Nilai buku aktiva tetap}_{t-1})$$

$$\text{Rasio CAP/MVA} = \frac{\text{Nilai buku aktiva tetap}_t - \text{Nilai buku aktiva tetap}_{t-1}}{(\text{Ttl Aset} - \text{Ttl Ekuitas}) + (\text{Jml Shm Beredar} \times \text{Closing Price})}$$

f. *Price Earnings Ratio (PER)*

PER menunjukkan perbandingan antara *closing price* dengan laba per lembar saham (*earning per share*) (Brigham, 1999: 92).

$$\text{Closing Price}$$

$$\text{PER} = \frac{\text{Closing Price}}{\text{EPS}}$$

$$\text{EPS}$$

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan dikonfirmasi melalui variabel-variabel terukur, sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kallapur dan Trombley (1999); Smith dan Watts (1992) yaitu:

a. *Book Debt to Equity Ratio (BDE)*

Rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas (Brigham, 1999:87).

$$\text{Total Hutang}$$

$$\text{BDE} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

$$\text{Total Ekuitas}$$

b. *Book Debt to Asset Ratio (BDA)*

Rasio ini mengukur persentase dana yang disesuaikan oleh kreditur dalam membiayai aktiva perusahaan (Brigham, 1999: 86).

$$\text{Total Hutang}$$

$$\text{BDA} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

$$\text{Total Aktiva}$$



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

c. *Long Term Debt Equity Ratio (LDE)*

Rasio ini menunjukkan perbandingan antara klaim keuangan jangka panjang yang digunakan untuk mendanai kesempatan investasi jangka panjang dengan pengembalian (*rate of return*) jangka panjang pula (Brigham dan Gapenski, 1996: 543).

$$\text{LDE} = \frac{\text{Total Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

d. *Market Debt Equity Ratio (MDE)*

Rasio ini menunjukkan perbandingan antara nilai buku hutang dengan nilai pasar ekuitas (Imam Subekti, 2000).

$$\text{MDE} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Closing Price}}$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen dikonfirmasi melalui *dividend payout ratio* dan *dividend yield* (Kallapur dan Trombley, 1999; Smith dan Watts, 1992; Imam Subekti, 2000)

a. *Dividend Payout Ratio (DPR)*

Rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas (Brigham dan Gapenski, 1996: 450).

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen per Lembar Saham}}{\text{Laba per Lembar Saham}}$$

b. *Dividend Yield Ratio*

Rasio *dividend yield* menunjukkan perbandingan dividen per lembar saham yang dibagikan dengan harga pasar saham (Imam Subekti, 2000).

$$\text{Dividend Yield Ratio} = \frac{\text{Dividen per Lembar Saham}}{\text{Closing Price}}$$



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV). Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham, 1999: 92).

$$\text{PBV} = \frac{\text{Harga Pasar per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku per Lembar Saham}}$$

Metode Analisis

Penelitian ini menggambarkan pola hubungan yang mengungkapkan pengaruh seperangkat variabel terhadap variabel lainnya, baik secara langsung maupun melalui variabel lain sebagai variabel *intervening*. Pola hubungan yang semacam ini dapat dianalisis dengan *path analysis*, dengan langkah-langkah (Pedhazur, 1982: 580-583):

Merancang Model

Sesuai dengan kerangka pemikiran dan pengajuan hipotesis diatas maka dapat dibuat model dalam bentuk persamaan dan diagram jalur sebagai berikut:

$$X_3 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \varepsilon_1$$

$$X_4 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon_2$$

$$X_5 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon_3$$

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \varepsilon_3, \text{ di mana:}$$

Y : Nilai perusahaan

X₁ : Kepemilikan Manajerial (*Managerial ownership*)

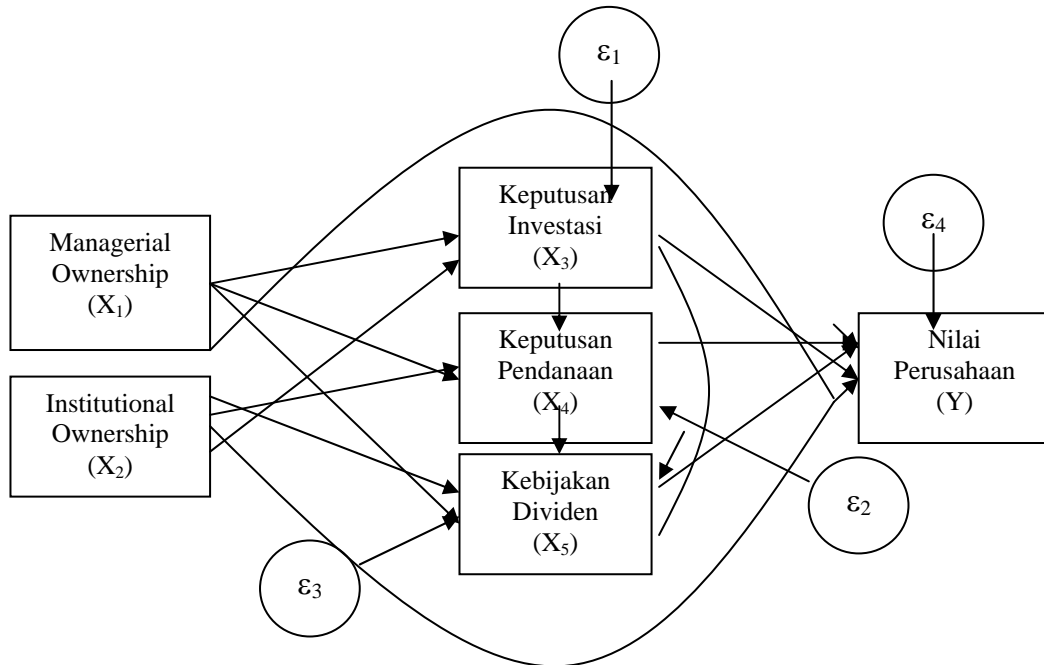
X₂ : Kepemilikan Institusional (*Institutional ownership*)

X₃ : Keputusan Investasi

X₄ : Keputusan Pendanaan

X₅ : Kebijakan Dividen

Rancangan Model Hipotesis

**Uji Asumsi**

Langkah yang kedua dari *path analysis* adalah uji terhadap asumsi yang melandasi *path analysis*, yang terdiri dari:

Uji linieritas

Dalam *path analysis* hubungan antar variabel harus linier dan aditif. Uji linieritas menggunakan curve fit dan menerapkan prinsip *parsimony*, yaitu bilamana seluruh model signifikan berarti dapat dikatakan model berbentuk linier.

Hanya model rekursif yang dapat dipertimbangkan

Dalam *path analysis*, hanya model rekursif yang dapat dipertimbangkan, yaitu sistem aliran *causal* ke satu arah. Suatu model dikatakan memenuhi model rekursif jika antara variabel epsilon (ϵ_i) saling bebas. Untuk menguji apakah antar variabel epsilon mempunyai hubungan saling bebas dan apakah hubungan antara variabel epsilon dengan variabel endogen saling bebas bisa digunakan uji *variance influence factor* (VIF), dimana suatu hubungan antar variabel epsilon dikatakan saling bebas dan antara variabel epsilon dengan variabel endogen memiliki hubungan yang saling bebas jika nilai VIF tidak lebih dari 10 (Algifari, 1997: 74).



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

Variabel endogen minimal dalam skala ukur interval

Suatu data bisa dilakukan *path analysis* jika data tersebut memiliki skala ukur minimal interval.

***Observed variables* diukur tanpa kesalahan**

Dalam penelitian ini tidak dilakukan uji validitas dan reliabilitas, karena data dikumpulkan tidak menggunakan instrumen kuesioner.

Model yang dianalisis diidentifikasi dengan benar

Model harus dibangun berdasarkan konsep dan juga bukti empiris dari suatu hasil penelitian bila ingin dikatakan bahwa model tersebut adalah fit. Seluruh hipotesis dan rancangan model dalam penelitian ini dibangun dari teori-teori dan konsep-konsep yang relevan didukung bukti empiris yang memadai.

Pendugaan Parameter

Langkah ketiga dalam *path analysis* adalah pendugaan parameter (perhitungan koefisien *path*). Di dalam *path analysis*, di samping ada pengaruh langsung juga terdapat pengaruh tidak langsung dan pengaruh total. Pengaruh langsung diambilkan dari *standardize coefficients beta* dan diberi simbol P_{yixi} . Sedangkan pengaruh tidak langsung merupakan perkalian antar P_{yixi} . Pengaruh total merupakan penjumlahan dari pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung.

Uji Validitas Model /Uji Hipotesis

Sahih tidaknya suatu hasil analisis tergantung dari terpenuhi atau tidaknya asumsi yang melandasinya. Terdapat dua indikator validitas model di dalam *path analysis*, yaitu koefisien determinasi total dan *theory trimming*. Koefisien determinasi total (R^2) diuji dengan uji F, sedangkan uji validitas koefisien jalur pada setiap jalur untuk pengaruh langsung menggunakan nilai p dari uji t. Berdasarkan *theory trimming*, maka jalur-jalur yang nonsignifikan dibuang sehingga diperoleh model yang didukung oleh data empirik.



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Seleksi Sampel

Perusahaan yang terdaftar pada BEJ pada tahun 2003 sebanyak 333 perusahaan. Dari 333 perusahaan tersebut 61 perusahaan merupakan jenis perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lainnya serta 9 perusahaan merupakan perusahaan BUMN, sehingga terdapat 263 perusahaan yang terjaring sebagai anggota sampel. Dari 263 perusahaan terdapat 30 perusahaan yang memiliki ekuitas negatif sehingga terjaring 233 perusahaan sebagai anggota sampel. Dari 233 perusahaan tersebut masih terdapat 65 perusahaan yang memiliki laba bersih setelah pajak negatif, jadi total perusahaan yang terpilih sebagai anggota sampel sebanyak 168 perusahaan.

Analisis Data

Uji Asumsi

Hasil uji linieritas dapat disimpulkan bahwa model berbentuk linier. Hal ini dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) Dengan menerapkan prinsip *parsimony*, di mana prinsip *parsimony* menyatakan bahwa bila seluruh jalur dalam model adalah signifikan, berarti dapat dikatakan model berbentuk linier. (2) Mendasarkan pada *triming theory*, dimana *triming theory* menyatakan bahwa jalur-jalur pada model yang tidak signifikan harus dibuang, berarti model yang tertinggal adalah model dengan jalur-jalur yang signifikan. Dengan berprinsip *parsimony* dan berdasarkan *triming theory* maka dapat dikatakan model berbentuk linier.

Uji asumsi kedua adalah apakah model memenuhi model rekursif atau tidak. Hasil uji model menyimpulkan bahwa model memenuhi model rekursif. Hasil ini ditunjukkan dengan nilai VIF yang tidak lebih besar dari 10.

LIHAT LAMPIRAN 1, 2, 3, 4

Uji asumsi ketiga tentang apakah variabel endogen memiliki skala pengukuran minimal interval, dapat diketahui bahwa data terdiri dari data tentang
Padang, 23-26 Agustus 2006

13



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

proporsi kepemilikan, akun laporan keuangan, dividen, dan harga saham. Seluruh data tersebut telah memiliki skala pengukuran interval.

Uji asumsi keempat tentang validitas tidak dilakukan, sebab data yang dikumpulkan merupakan data skunder yang diumumkan di publik oleh BEJ dengan tanggung jawab hukum yang jelas. Oleh karena itu, validitas data tidak diragukan lagi.

Uji asumsi kelima tentang identifikasi model. Seperti pada landasan teori di atas diketahui bahwa hipotesis dibangun berdasarkan teori dan konsep yang relevan yang didukung bukti empiris. Oleh karena itu, model yang dirancang adalah fit.

Uji Validitas Model

Hasil analisis parsial tahap pertama dengan struktur manajerial dan struktur institusional sebagai variabel independen dan keputusan investasi sebagai variabel dependen diketahui bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan tingkat signifikansi 0,00 sedangkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan tingkat signifikansi 0,681 dan koefisien determinan (R^2) 0,107 dengan tingkat signifikansi 0,00.

LIHAT LAMPIRAN 1

Hasil analisis parsial tahap kedua dengan struktur manajerial, struktur institusional, dan keputusan investasi sebagai variabel independen dan keputusan pendanaan sebagai variabel dependen diketahui bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan dengan tingkat signifikansi 0,00 sedangkan kepemilikan institusional dan keputusan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan tingkat signifikansi masing-masing 0,792 dan 0,849. Besarnya koefisien determinan (R^2) 0,616 dengan tingkat signifikansi 0,00.



LIHAT LAMPIRAN 2

Hasil analisis parsial tahap ketiga dengan struktur manajerial, struktur institusional, keputusan investasi, dan keputusan pendanaan sebagai variabel independen serta kebijakan dividen sebagai variabel dependen diketahui bahwa persamaan ini tidak signifikan. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien determinan (R^2) 0,018 dan tingkat signifikansi sebesar 0,568.

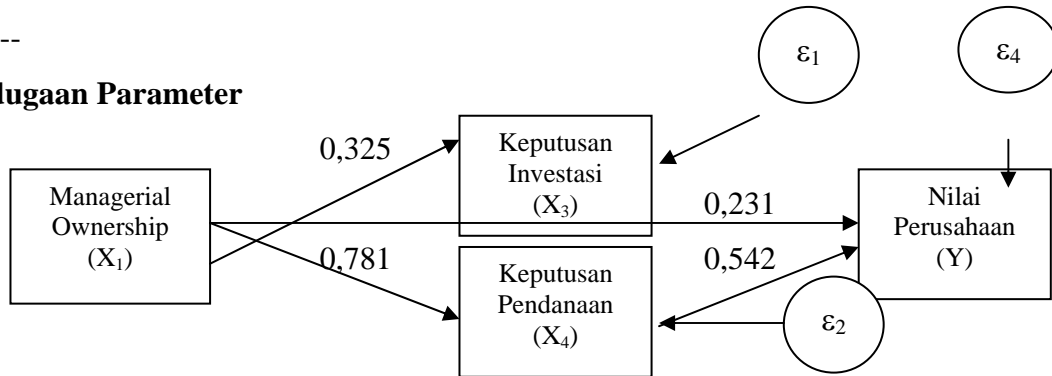
LIHAT LAMPIRAN 3

Hasil analisis parsial tahap keempat dengan struktur manajerial, struktur institusional, keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen sebagai variabel independen dan nilai perusahaan sebagai variabel dependen diketahui bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi 0,009 sedangkan kepemilikan institusional, keputusan investasi, dan kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara itu keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi 0,00. Besarnya koefisien determinan (R^2) 0,545 dengan tingkat signifikansi 0,00.



LIHAT LAMPIRAN 4

Pendugaan Parameter



Dari jalur yang baru di atas dapat diketahui bahwa yang merupakan variabel *intervening* atas pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan adalah keputusan pendanaan. Sementara itu, keputusan investasi dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial tetapi bukan merupakan variabel *intervening* atas pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan secara langsung sebesar 0,231 dan pengaruh tidak langsung sebesar 0,4233 (merupakan perkalian antara 0,781 dengan 0,542). Jadi total pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sebesar 0,6543 (merupakan penjumlahan antara 0,231 dan 0,4233)

PEMBAHASAN

Struktur Kepemilikan dan Keputusan Keuangan

Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dan keputusan pendanaan, tetapi tidak terhadap kebijakan dividen. Ini membuktikan bahwa pemegang saham yang sekaligus sebagai pengelola perusahaan cenderung memilih kompensasi berupa gaji dan bonus atau insentif jangka panjang lainnya dibandingkan dengan dividen. Ini sejalan dengan Gaver dan Gaver (1993) yang menyatakan bahwa pihak manajemen perusahaan yang bertumbuh menerima bagian besar kompensasi dalam gaji insentif jangka panjang, sedangkan pihak manajemen perusahaan yang tidak bertumbuh menerima bagian besar gaji mereka dalam bentuk



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

gaji tetap. Berkaitan dengan pertumbuhan perusahaan dan kebijakan kompensasi, Smith dan Watts (1992) menemukan perusahaan yang bertumbuh (*growth firms*) membayar tingkat gaji yang lebih tinggi kepada *top management* dan memilih paket kompensasi yang menekankan kompensasi insentif.

Sementara itu, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap seluruh keputusan keuangan. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian Fuerst dan Kang (2000) dan Smith (1992) yang menemukan hubungan yang positif antara *insider ownership* dengan nilai pasar setelah mengendalikan kinerja perusahaan.

Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan, dan Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi sebesar 0,325 tetapi keputusan investasi bukan merupakan variabel *intervening* atas pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan pendapat yang dikemukakan oleh Fama (1978) bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa untuk mencapai tujuan perusahaan, yaitu maksimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui kegiatan investasi perusahaan (Modigliani dan Miller, 1961). Hasil penelitian ini juga tidak mendukung teori sinyal (*signaling theory*), di mana adanya kegiatan investasi akan memberi sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa mendatang dan mampu meningkatkan nilai pasar saham perusahaan (Fama dan French, 1998).

Kepemilikan manajerial secara langsung dan atau melalui keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengaruh langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sebesar 0,231 sedangkan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan keputusan pendanaan sebagai variabel *intervening* adalah sebesar 0,4233. Sehingga total pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sebesar 0,654. Ini sejalan dengan Iturriaga dan Sanz (1998) yang menyatakan bahwa hubungan struktur kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan merupakan hubungan *non-monotonik*. Hubungan *non-monotonik* timbul karena adanya insentif yang dimiliki manajer dan mereka berusaha untuk melakukan penyejajaran kepentingan dengan *outsider ownership* dengan cara meningkatkan kepemilikan saham mereka jika nilai perusahaan meningkat. Hasil



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

penelitian ini juga mendukung pernyataan Jensen dan Meckling (1976). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsider ownership*), sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Pernyataan tersebut menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah dirinya sendiri. Namun, dari hasil penelitian ini membuktikan bahwa pengaruh terbesar kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan adalah pengaruh tidak langsung, yaitu melalui keputusan keuangan, terutama keputusan pendanaan.

Kebijakan dividen dalam penelitian ini menggunakan indikator *DPR dan Dividend Yield*. Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan. Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis kebijakan dividen relevan yang menyatakan bahwa dividen yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan, dan hasil ini tidak sejalan dengan Gordon (1962) dalam Brigham dan Gapenski, 1996: 438) tentang *bird in the hand theory*, bahwa pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi dibandingkan *capital gain*. Hasil penelitian ini sejalan dengan teori kebijakan dividen yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1961) yang berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan yang berarti bahwa tidak ada kebijakan dividen yang optimal, karena kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan maupun biaya modal.

SIMPULAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN

Simpulan yang dapat ditarik dari hasil penelitian ini adalah:

1. Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi dan keputusan pendanaan tetapi tidak pada kebijakan dividen.



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

2. Struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan.
3. Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi keputusan investasi dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
4. Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui keputusan pendanaan.

Implikasi bagi penelitian selanjutnya adalah bisa dilakukan penelitian serupa dengan memperbanyak anggota sampel dan atau menggunakan alat analisis yang berbeda.



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

Daftar Pustaka

- Agrawal and N. Jayaraman, 1994, *The Dividend Policies of All-Equity Firm: A Direct Test of The Free Cash Flow Theory*, Managerial and Decision Economics; 15, pp. 139-148
- Algifari, *Analisis Regresi*, Yogyakarta: BPFE, 1997.
- Asquith, Paul and Mullins, Jr. David W, 1983, *The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders Wealth*, Journal of Business; Vol. 56, No. 1, January, pp. 77-96
- Brigham, Eugene F. and Joel F Houston, 1999, *Manajemen Keuangan*, Edisi Bahasa Indonesia, Jakarta: Erlangga
- Brigham, Eugene F. and Louis C. Gapenski, 1996, *Intermediate Financial Management*, Florida: The Dryden Press
- Chen, Carl R. and Thomas L. Steiner, 2000, *Tobin's Q, Managerial Ownership, and Analyst Coverage, A Nonlinear Simultaneous Equation Model*, Journal of Economic and Business; 52, pp. 365-382
- Crutchley, Claire E Marlin R.H. Jensen, John S Jahera, Jr, Jennie E. Raymond, 1999, *Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership*, International Review of Financial Analysis; 8:2, pp. 177-197
- Fama, Eugene F, 1978, *The Effect of a Firm Investment and Financing Decision on The Welfare of Its Security Holders*, American Economic Review; Vol. 68 pp. 272-280
- Fama, Eugene F and French, Kenneth R, 1998, *Taxes, Financing Decision, and Firm Value*, The Journal of Finance; Vol. LIII No. 3, June, pp. 819-843
- Friend, I and L.H.P. Lang, 1988, *An Empirical Test of The Impact of Managerial Selt-Interest on Corporate Capital Structure*, The Journal of Finance; 43, pp. 271-282
- Fuerst, Oren and Hyon Kang-Sok, 2000, *Corporate Governance Expected Operating Performance, and Pricing*, Working Papers; Yale School of Management, pp. 1-138
- Gaver, Jennifer J., and Kenneth M. Gaver, 1993, *Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set an Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies*, Journal of Accounting and Economics; 16, pp. 125-160
- Imam Subekti dan Indra W. Kusuma, 2000, *Assosiasi Antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, Serta Implikasinya Pada Perubahan Harga Saham*, SNA IV, IAI, hal. 820-845
- Iturriaga, F. J. L. and Sanz J. A. R., 1998, *Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Spanish Firms Simultaneous Equations Analysis*, Working Paper; Universidad De Valladolid, 1-32
- Jensen, M and Meckling W, 1976, *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics; Vol. 3, pp. 305-360



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

- Jensen, M and Michael, 2001, *Value Maximization, Stakeholders Theory, and The Corporate Objective Function*, Working Paper; No. 01-09, Harvard Business School, pp. 1-21
- Kallapur, Sanjay, and Mark A. Trombley, 1999, *The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Broth*, Journal of Business and Accounting; 26, April/May, pp. 505-519
- Kim, W.S., and Sorenson, E. H, 1986, *Evidence on The Impact of Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy*, Journal of Financial and Quantitative Analysis; 21, pp. 131-144
- Masulis, Ronald W., 1980, *The Effect of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers*, Journal of Financial Economics; Vol. 8, No. 2 June, pp. 139-178
- Miller, M. H. and Modigliani, F, 1961, *Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares*, Journal of Business, October 411-433
- Phedazur, Elazar J, 1982, *Multiple Regression in Behavioral Research: Explanation and Prediction*, Second Edition, New York: CBS College Publishing.
- Rozeff, Michael S, 1982, *Growth, Beta, and Agency Costs as Determinant of Dividend Payout Ratio*, Journal of Financial Research; Vol. 5, pp. 249-259
- Slovin, Myron B. and Merie E. Sushka, 1993, *Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from The Death of Inside Block holder*, Journal of Finance; Vol. XLVII, No. 4
- Smith Jr., Clifford W., and Ross L. Watts, 1992, *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend an Compensation Policies*, Journal of Financial Economics; 32, pp. 263-292
- Sri Hasnawati, 2005, *Implikasi Keputusan Investasi , Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta*, Usahawan: No. 09/Th XXXIX, September 2005.



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG Lampiran 1

Model Summary

	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
Model					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,326	,107	,096	65,5589	,107	9,838	2	165	,000	1,680

a Predictors: (Constant), X2 INST 03, X1 MNG 03

b Dependent Variable: Keputusan Investasi

ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	84570,346	2	42285,173	9,838	,000
	Residual	709165,292	165	4297,971		
	Total	793735,638	167			

a Predictors: (Constant), X2 INST 03, X1 MNG 03

b Dependent Variable: Keputusan Investasi

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients	Std. Error	Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
		B		Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	32,015	5,336		6,000	,000	21,480	42,551
	X1 MNG 03	264,067	59,819	,325	4,414	,000	145,958	382,176
	X2 INST 03	-,281	,684	-,030	-,411	,681	-1,631	1,069

a Dependent Variable: Keputusan Investasi

Coefficients

Correlations			Collinearity Statistics	
Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
,325	,325	,325	1,000	1,000
-,032	-,032	-,030	1,000	1,000

a Dependent Variable: Keputusan Investasi



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG Lampiran 2

Model Summary

	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
Model					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
	,785	,616	,609	124,2816	,616	87,704	3	164	,000	1,908

a Predictors: (Constant), Keputusan Investasi, X2 INST 03, X1 MNG 03

b Dependent Variable: Keputusan Pendanaan

ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4064017,477	3	1354672,492	87,704	,000
	Residual	2533129,443	164	15445,911		
	Total	6597146,920	167			

a Predictors: (Constant), Keputusan Investasi, X2 INST 03, X1 MNG 03

b Dependent Variable: Keputusan Pendanaan

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients	Std. Error	Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
		B		Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-12,111	11,165		-1,085	,280	-34,156	9,935
	X1 MNG 03	1831,428	119,910	,781	15,273	,000	1594,662	2068,194
	X2 INST 03	-,342	1,297	-,013	-,264	,792	-2,903	2,218
	Keputusan Investasi	2,814E-02	,148	,010	,191	,849	-,263	,320

a Dependent Variable: Keputusan Pendanaan

Coefficients

Correlations		Collinearity Statistics	
Zero-order	Partial	Part	Tolerance
			VIF
,785	,766	,739	,894
-,017	-,021	-,013	,999
,264	,015	,009	,893

a Dependent Variable: Keputusan Pendanaan



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG Lampiran 3

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,133	,018	-,006	,2244	,018	,737	4	163	,568	1,819

a Predictors: (Constant), Keputusan Pendanaan, X2 INST 03, Keputusan Investasi, X1 MNG 03

b Dependent Variable: Kebijakan Dividen

ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,148	4	3,708E-02	,737	,568
	Residual	8,205	163	5,033E-02		
	Total	8,353	167			

a Predictors: (Constant), Keputusan Pendanaan, X2 INST 03, Keputusan Investasi, X1 MNG 03

b Dependent Variable: Kebijakan Dividen

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients	Std. Error	Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
		B		Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	,119	,020		5,895	,000	,079	,159
	X1 MNG 03	-,155	,337	-,059	-,459	,647	-,820	,511
	X2 INST 03	-1,129E-03	,002	-,037	-,482	,630	-,006	,003
	Keputusan Investasi	-3,364E-04	,000	-,104	-1,263	,209	-,001	,000
	Keputusan Pendanaan	1,277E-05	,000	,011	,091	,928	,000	,000

a Dependent Variable: Kebijakan Dividen

Coefficients

Correlations		Collinearity Statistics	
Zero-order	Partial	Part Tolerance	VIF
-,083	-,036	-,036	,369
-,034	-,038	-,037	,999
-,119	-,098	-,098	,893
-,061	,007	,007	,384

a Dependent Variable: Kebijakan Dividen



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG Lampiran 4

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,738	,545	,531	19,1583	,545	38,819	5	162	,000	2,060

a Predictors: (Constant), Kebijakan Dividen, X2 INST 03, Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, X1 MNG 03

b Dependent Variable: Y.1 PBV 03

ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	71240,776	5	14248,155	38,819	,000
	Residual	59460,460	162	367,040		
	Total	130701,237	167			

a Predictors: (Constant), Kebijakan Dividen, X2 INST 03, Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, X1 MNG 03

b Dependent Variable: Y.1 PBV 03

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients	Std. Error	Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
							B	
1	(Constant)	,786	1,902		,413	,680	-2,971	4,543
	X1 MNG 03	76,198	28,788	,231	2,647	,009	19,350	133,046
	X2 INST 03	-3,346E-02	,200	-,009	-,167	,867	-,429	,362
	Keputusan Investasi	1,158E-03	,023	,003	,051	,960	-,044	,046
	Keputusan Pendanaan	7,634E-02	,012	,542	6,342	,000	,053	,100
	Kebijakan Dividen	,772	6,689	,006	,115	,908	-12,436	13,980

a Dependent Variable: Y.1 PBV 03

Coefficients

Correlations				Collinearity Statistics	
	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
	,657	,204	,140	,369	2,712
	-,020	-,013	-,009	,997	1,003
	,221	,004	,003	,885	1,130
	,724	,446	,336	,384	2,604
	-,046	,009	,006	,982	1,018

a Dependent Variable: Y.1 PBV 03