

**PENGARUH STRUKTUR MODAL, KEBIJAKAN DIVIDEN, DAN
KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN**

(Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI 2010-2012)

ARTIKEL

*Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat dalam Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi
di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang*



Oleh :

NOLA YULITA

2010/16114

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2014**

PERSETUJUAN PEMBIMBING

**PENGARUH STRUKTUR MODAL, KEBIJAKAN DIVIDEN,
DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN**

Oleh:

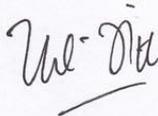
Nola Yulita
16114/2010

Artikel ini disusun berdasarkan skripsi untuk persyaratan wisuda periode
September 2014 dan telah diperiksa/disetujui oleh kedua pembimbing

Padang, Juli 2014

Disetujui Oleh:

Pembimbing I



Nelvirita, SE, M.Si, Ak
NIP. 19740706 199903 2 002

Pembimbing II



Halmawati, SE, M.Si
NIP. 19740303 200812 2 001

Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

(Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2012)

Nola Yulita

Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang
Jl. Prof. Dr. Hamka Kampus Air Tawar Padang
Email: nolayulita@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah (1) pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, (2) pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, dan (3) pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Jenis penelitian ini digolongkan sebagai penelitian yang bersifat kausatif. Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012. Sampel ditentukan berdasarkan metode *purposive sampling* sehingga didapatkan sampel 27 perusahaan. Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder. Teknik pengumpulan data dilakukan dengan teknik dokumentasi. Analisis data yang digunakan adalah analisis regresi panel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) struktur modal tidak berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, (2) kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan (3) kepemilikan manajerial tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: *Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, dan Nilai Perusahaan.*

ABSTRACT

This study aims to examine (1) the effect of capital structure on firm value, (2) the effect of dividend policy on firm value, and (3) the effect insider ownership on firm value in manufacture company in Indonesia Stock Exchange. This type of research that is classified as causative research. The population in this study are a manufacturing company which listed on the indonesia stock exchange in 2010 until 2012. The samples in this study were taken by using purposive sampling and selected is companies 27 sample. The data used in this study in the from of secondary data. Data collection technique with technique of documentation. Analysis of research using panel data regression analysis. The result of this study indicated (1) capital structure have not negative effect on frim value (2) dividend policy have positive effect on firm value (3) insider ownership have not positive effect on firm value.

Keywords: *Capital Structure, Dividend Policy, Insider Ownership and Firm Value.*

I. PENDAHULUAN

Perusahaan didirikan pada dasarnya memiliki tujuan yang jelas. Tujuan utama sebuah perusahaan adalah meningkatkan dan memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan. Berdasarkan pada perspektif manajemen keuangan, tujuan utama dari perusahaan dalam menjalankan operasinya dapat dibedakan menjadi dua yaitu tujuan jangka pendek yang berupa usaha untuk memperoleh laba secara maksimum, dan tujuan jangka panjang yaitu untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Brigham dan Weston, 2001).

Tujuan dalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat ditempuh dengan memaksimalkan nilai sekarang dengan semua keuntungan pemegang saham yang diharapkan akan diperoleh di masa mendatang yang dilakukan dengan cara mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai pemegang saham akan meningkat apabila nilai perusahaan meningkat yang ditandai dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi pada pemegang saham.

Menurut Weston dan Thomas (1997) dalam Nidya (2012) mendefinisikan nilai perusahaan adalah memaksimalkan nilai berarti mempertimbangkan pengaruh waktu terhadap nilai uang, dana yang akan diterima tahun ini bernilai lebih tinggi dari dana yang akan diterima pada tahun yang akan datang dan berarti juga mempertimbangkan berbagai risiko terhadap arus pendapatan perusahaan. Sedangkan, menurut Suad (2005) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Dari pengertian di atas dapat diketahui bahwa nilai perusahaan mencerminkan abstraksi dan kinerja perusahaan. Apakah perusahaan tersebut bernilai baik atau buruk dan hal itu akan mempengaruhi reaksi investor terhadap investasi yang mereka pilih.

Nilai perusahaan sering dikaitkan dengan harga saham dan juga sebagai indikator dari nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham yang stabil dan mengalami peningkatan dalam jangka panjang. Soliha dan Taswan (2002) menyatakan bahwa semakin tinggi harga saham berarti semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Untuk mencapai hal tersebut, perusahaan mengharapkan manajer keuangan akan melakukan tindakan terbaik bagi perusahaan dengan memaksimalkan nilai perusahaan sehingga kemakmuran (kesejahteraan) pemilik atau pemegang saham dapat tercapai (Suad, 2005).

Dalam penelitian ini peneliti memilih menggunakan Tobin's Q sebagai proksi untuk mengukur nilai perusahaan. Alasan memilih rasio Tobin's Q karena rasio ini memberikan informasi lebih akurat dibandingkan dengan *price to book value*. Rasio ini memasukkan unsur-unsur kewajiban dan total aset dalam perhitungannya tidak hanya menghitung nilai pasar dari ekuitas tetapi juga menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang hasil pengembalian dari setiap nilai investasi. Nilai perusahaan dengan Tobin's Q dapat dirumuskan dengan $(EMV+D)/(EBV+D)$.

Nilai perusahaan yang berfluktuasi terjadi karena dipengaruhi oleh beberapa faktor. Faktor pertama yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah struktur modal. Struktur modal (*capital structure*) adalah perbandingan atauimbangan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditujukan oleh perbandingan utang jangka panjang terhadap sumber modal (Keown dkk, 2008). Sumber pendanaan perusahaan berasal dari sumber intern dan sumber ekstern. Baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi keuangan perusahaan.

Suatu perusahaan yang mempunyai struktur modal yang tidak baik, dimana mempunyai utang yang sangat besar akan memberikan beban berat kepada perusahaan yang bersangkutan (Riyanto, 2001).

Dalam penelitian ini struktur modal dilihat dari *leveragenya*. Apabila perusahaan melakukan pinjaman kepada pihak di luar perusahaan maka akan timbul utang sebagai konsekuensi dari pinjamannya tersebut. Semakin tinggi tingkat utang maka *financial leverage* juga akan semakin tinggi. Berarti risiko yang dihadapi perusahaan akan semakin besar karena utangnya tersebut. Sehingga mengakibatkan nilai perusahaan akan menurun karena utang yang semakin tinggi akan menimbulkan *financial distress*. Maka dapat disimpulkan rasio *leverage* yang tinggi menyebabkan turunnya nilai perusahaan (Weston dan Capeland, 1997) dalam Yenni (2012).

Sedangkan menurut Eduardus (2001) Perusahaan dengan struktur modal yang dipenuhi oleh utang akan cenderung dijauhi oleh para investor karena tingginya utang merupakan suatu beban yang akan ditanggung dari investasi dan juga perusahaan dengan utang yang tinggi memiliki risiko likuidasi yang tinggi karena ketidakmampuan dalam melunasi semua kewajibannya. Dengan kondisi tersebut, investor akan bereaksi negatif terhadap tingginya nilai struktur modal dan tentunya akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan kata lain, tingginya struktur modal diindikasikan dapat menurunkan nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini, struktur modal diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) karena dapat menggambarkan perbandingan antara utang dengan modal sehingga dari informasi tersebut dapat menunjukkan apakah perusahaan didanai lebih banyak dari utang atau modal sendiri. Semakin besar DER berarti risiko keuangan perusahaan semakin tinggi dan ini dapat menurunkan harga saham di pasar modal dan mengakibatkan nilai

perusahaan menjadi turun. Apabila perusahaan mempunyai proporsi utang yang tinggi, maka suku bunganya akan tinggi sehingga menyulitkan perusahaan untuk membayar beban bunga. Jika perusahaan tidak sanggup membayar beban bunga yang tinggi akan dimungkinkan perusahaan bangkrut dan dilikuidasi. Oleh karena itu, perusahaan yang tinggi utangnya investor akan bereaksi negatif dan menjauh sehingga mengakibatkan harga saham turun yang nantinya berakibat pada turunnya nilai perusahaan.

Faktor kedua yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah kebijakan dividen. Menurut Eduardus (2001) Salah satu *return* yang dapat diperoleh investor adalah dividen, dividen merupakan hak pemegang saham terhadap laba yang dihasilkan oleh perusahaan atas kegiatan bisnisnya. Jadi, kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa mendatang (Agus, 2001).

Nilai perusahaan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan membayar dividen. Besarnya dividen ini dapat mempengaruhi harga saham. Apabila dividen yang dibayarkan tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi, sebaliknya, jika dividen yang dibayarkan kecil, maka harga saham perusahaan tersebut juga rendah dan mengakibatkan nilai perusahaan turun. Kemampuan membayar dividen erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar dividen juga besar. Oleh karena itu, dengan dividen yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan (Martono dan Harjito, 2005).

Kebijakan dividen berpengaruh terhadap sikap para investor. Para pemegang saham memandang negatif

terhadap perusahaan yang mengurangi dividen, karena mengurangi dividen dapat mereka kaitkan pada kesulitan keuangan pada suatu perusahaan yang tentu saja berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penurunan pembayaran dividen akan dilihat sebagai prospek perusahaan yang buruk. Begitu juga sebaliknya, pembayaran dividen yang besar akan dilihat sebagai prospek yang baik sehingga ini dapat meningkatkan nilai perusahaan. Maka dalam hal ini kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Taswan, 2003).

Dalam penelitian ini dividen diukur dengan menggunakan *dividend payout ratio* (DPR). DPR memperlihatkan persentase dividen yang dibagikan dari jumlah laba yang diperoleh perusahaan. Pembayaran dividen sering diikuti oleh kenaikan harga saham dan dilihat sebagai signal bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Dengan kata lain bahwa kebijakan dividen diindikasikan memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

Sedangkan faktor ketiga yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah kepemilikan manajerial. Kepemilikan saham manajerial adalah proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajemen (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Sedangkan menurut Christiawan dan Tarigan (2007) dalam Sulistiono (2010), kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi penting bagi pengguna laporan keuangan maka informasi ini akan diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Permanasari (2010) Dalam proses memaksimalkan nilai perusahaan akan muncul *agency conflict* yaitu konflik

kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Sering sekali manajer mempunyai tujuan dan kepentingan lain yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan dan sering mengabaikan kepentingan pemegang saham. Hal itu disebabkan karena manajer lebih mengutamakan kepentingan pribadi dan pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi dari manajer karena apa yang dilakukan manajer akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga mengakibatkan penurunan keuntungan perusahaan dan berpengaruh terhadap harga saham sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan.

Sedangkan menurut Haruman (2008) konflik antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan tersebut adalah dengan adanya kepemilikan saham oleh manajerial. Dengan adanya kepemilikan saham manajerial, diharapkan manajer bisa bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham karena ini bisa memotivasi manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan. Semakin besar kepemilikan manajerial maka manajer akan cenderung untuk berusaha meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang dan untuk kepentingan dirinya sendiri. Menurut Sulistiono (2010) Manajer yang sekaligus pemegang saham akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat pula.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menganalisis faktor-faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang hasil penelitiannya ada yang sejalan dan ada juga yang bertentangan. Penelitian-penelitian tersebut diantaranya penelitian yang dilakukan oleh Hardiningsih (2010) menunjukkan kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan,

sementara hasil dari penelitian Sujoko (2007) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Penelitian itu juga bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sudarman (2011) yang menyatakan bahwa struktur modal mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Sedangkan penelitian mengenai hubungan kebijakan dividen dengan nilai perusahaan juga menunjukkan hasil yang berbeda diantara peneliti. Wijaya dan Wibawa (2010) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Leli dan Gunawan (2011) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Wahyudi dan Pawestri (2006) menyatakan dalam penelitiannya bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan tetapi berlawanan dengan penelitian Permasari (2010) memperoleh hasil kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Alasan peneliti melakukan penelitian terkait dengan nilai perusahaan, struktur modal, kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial sebagai variabel antara lain sebagai berikut: pertama, untuk mengkaji pentingnya nilai perusahaan bagi investor sebagai dasar pengambilan keputusan dalam menginvestasikan sahamnya. Dimana nilai perusahaan itu menunjukkan kemakmuran dan kesejahteraan bagi pemilik dan pemegang sahamnya. Kedua, masalah ketidak konsistenan beberapa hasil penelitian tersebut mendorong peneliti untuk melakukan penelitian terkait nilai perusahaan. Selain itu penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2010-2012. Peneliti memilih melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur karena perusahaan manufaktur memiliki struktur keragaman operasional yang

beragam serta sebagian besar perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan perusahaan manufaktur.

Berdasarkan uraian di atas, maka penelitian ini ingin mengungkapkan sejauhmana pengaruh struktur modal, kebijakan dividen, kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

II. TELAHAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

1. Nilai Perusahaan

Berdasarkan perspektif manajemen keuangan yang melihat tujuan utama dari perusahaan dalam menjalankan operasinya dapat dibedakan menjadi dua yaitu: tujuan jangka pendek yang berupa usaha untuk memperoleh laba secara maksimum, dan tujuan jangka panjang untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Hal ini memberikan tuntunan kepada manajer untuk memaksimalkan nilai perusahaan yang dilihat dari harga sahamnya. Semakin tinggi nilai saham maka semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan diciptakan oleh perusahaan melalui kegiatan perusahaan dari waktu ke waktu agar mencapai nilai perusahaan yang maksimum diatas nilai buku.

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Berbagai kebijakan yang diambil oleh manajemen dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik dan para pemegang saham yang tercermin pada harga saham (Brigham dan Houston, 2001). Peningkatan kemakmuran pemilik dan pemegang saham tersebut antara lain dilakukan dengan memberikan dividen secara berkesinambungan dengan jumlah yang memuaskan. Selain itu, harga saham perusahaan yang meningkat akan memberikan keuntungan berupa *capital gain* bagi para investor. Dengan demikian,

nilai perusahaan dapat dicerminkan dari harga saham perusahaan yang dipegang oleh investor. Dari pengertian di atas dapat diketahui bahwa nilai perusahaan mencerminkan abstraksi dan kinerja perusahaan. Apakah perusahaan tersebut bernilai baik atau buruk dan hal itu akan mempengaruhi reaksi investor terhadap investasi yang mereka pilih.

Kemampuan pengendalian perusahaan merupakan salah satu penarik minat investor. Bila investor tertarik maka mereka akan melakukan investasi pada perusahaan tersebut dengan membeli sahamnya di pasar modal. Harga saham di pasar modal ditentukan oleh kekuatan pasar dalam kegiatan jual beli. Dengan demikian, harga saham merupakan ukuran prestasi perusahaan, yaitu ukuran keberhasilan manajemen mengelola perusahaan atas nama pemegang saham. .

Nilai perusahaan diukur menggunakan rasio Tobin's Q karena dapat menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang hasil pengembalian dari setiap nilai investasi dan juga rasio ini memasukkan unsur-unsur kewajiban dan total aset dalam perhitungannya tidak hanya menghitung nilai pasar dari ekuitas. Menurut Smithers dan Wright (2007) dalam Yenni (2012) Tobin's Q dihitung dengan membandingkan rasio nilai pasar saham dengan nilai buku ekuitas perusahaan.

Apabila rasio-q di atas satu, ini menunjukkan bahwa investasi dalam aktiva menghasilkan laba yang memberikan nilai yang lebih tinggi daripada pengeluaran investasi, hal ini akan merangsang investasi baru. Sebaliknya, jika rasio-q di bawah satu maka investasi dalam aktiva dianggap tidak menarik (Weston dan Copeland, 2008 dalam Mayang, 2012).

Menurut Smithers dan Wright (2007) dalam Mayang (2012) keunggulan Tobin's Q adalah:

1. Tobin's Q mencerminkan aset perusahaan secara keseluruhan.

2. Tobin's Q mencerminkan sentimen pasar, misalnya analisis dilihat dari prospek perusahaan.
3. Tobin's Q mencerminkan modal intelektual perusahaan.
4. Tobin's Q dapat mengatasi masalah dalam memperkirakan tingkat keuntungan atau biaya marginal.

Perusahaan dengan nilai Q yang tinggi biasanya memiliki *brand image* perusahaan yang kuat, sedangkan perusahaan yang memiliki nilai Q yang rendah umumnya berada pada industri yang sangat kompetitif atau industri yang mulai mengecil.

2. Struktur Modal

Struktur modal (*capital structure*) adalah perbandingan atau imbalan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditujukan oleh perbandingan utang jangka panjang terhadap sumber modal (Keown dkk, 2008). Struktur modal juga dapat didefinisikan sebagai pembiayaan permanen perusahaan yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen dan juga saham biasa, tanpa mengikutsertakan utang jangka pendek yang digunakan untuk pendanaan investasi oleh perusahaan (Brigham, 2011). Maka dapat disimpulkan struktur modal merupakan pembelanjaan permanen yang mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri baik yang berasal dari sumber internal maupun sumber eksternal.

Sumber pendanaan perusahaan berasal dari sumber intern dan sumber ekstern. Sumber intern perusahaan adalah dana yang dihasilkan sendiri di dalam perusahaan sedangkan sumber ekstern adalah dana yang berasal dari kreditor dan pemilik atau pemegang saham. Baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi keuangan perusahaan. Suatu perusahaan yang mempunyai struktur modal yang tidak baik, dimana mempunyai utang yang sangat besar akan memberikan beban berat

kepada perusahaan yang bersangkutan (Riyanto, 2001).

Dalam melakukan keputusan pendanaan (struktur modal), perusahaan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi sumber-sumber dana ekonominya guna membelanjai kebutuhan dalam investasi serta kegiatan usahanya. Untuk itu dalam penetapan struktur modal perusahaan perlu mempertimbangkan berbagai variabel yang mempengaruhinya, antara lain pertumbuhan penjualan, stabilitas penjualan, kondisi pasar, struktur aktiva, sikap manajemen dan sikap kreditur (Brigham dan Weston, 2001).

Struktur modal yang optimal merupakan struktur yang akan memaksimalkan harga saham perusahaan, dan struktur ini pada umumnya meminta rasio utang yang lebih rendah daripada rasio yang memaksimalkan *earning per share* atau laba per lembar saham yang diharapkan (Brigham, 2011). Jadi, dengan struktur modal yang optimal akan meningkatkan nilai perusahaan.

Sedangkan menurut Eduardus (2001) sifat investor adalah *risk averse* yaitu cenderung menjauhi risiko maka investor akan bereaksi negatif terhadap tingginya nilai struktur modal karena tingginya utang merupakan beban yang akan ditanggung dari investasi mereka. Perusahaan dengan struktur modal yang dipenuhi oleh utang akan cenderung dijauhi oleh para investor karena tingginya utang merupakan suatu beban yang akan ditanggung dari investasi dan juga perusahaan dengan utang yang tinggi memiliki risiko likuidasi yang tinggi karena ketidakmampuan dalam melunasi semua kewajibannya. Dengan kondisi tersebut, investor akan bereaksi negatif terhadap tingginya nilai struktur modal dan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini, struktur modal diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). *Debt to Equity Ratio* digunakan untuk mengukur tingkat penggunaan utang

terhadap modal sendiri dan menggambarkan sejauhmana modal pemilik dapat menutupi utang-utang kepada pihak luar (Harahap, 2004) dalam Defriko (2012). Semakin kecil rasio ini semakin baik. Untuk keamanan dari pihak luar rasio terbaik jika jumlah modal lebih besar dari jumlah utang atau minimal sama.

Menurut Eduardus (2001) risiko dalam berinvestasi dapat dilihat dari tingkat *Debt to Equity Ratio* (DER) yaitu mempertimbangkan total kewajiban dengan modal. Semakin besar DER berarti risiko keuangan perusahaan semakin tinggi dan ini dapat menurunkan harga saham di pasar modal dan mengakibatkan nilai perusahaan menjadi turun. Apabila perusahaan mempunyai proporsi utang yang tinggi, maka suku bunganya akan tinggi sehingga menyulitkan perusahaan untuk membayar beban bunga. Jika perusahaan tidak sanggup membayar beban bunga yang tinggi akan dimungkinkan perusahaan bangkrut dan dilikuidasi. Oleh karena itu perusahaan yang tinggi utangnya akan mengakibatkan harga saham turun dan otomatis mempengaruhi nilai perusahaan.

3. Kebijakan Dividen

Menurut Agus (2001) kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa mendatang. Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Besarnya dividen mengandung dua akibat yang saling bertentangan, oleh sebab itu diperlukan kebijakan dividen optimal. Kebijakan dividen yang optimal yaitu kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga perusahaan (Brigham dan Weston, 2001). Menurut Keown dkk (2008), kebijakan

dividen perusahaan meliputi rasio pembayaran dividen yang menunjukkan jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap pendapatan perusahaan dan stabilitas dividen sepanjang waktu.

Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang berbeda, ketersediaan biaya modal alternatif dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya dimasa datang.

Dalam Brigham dan Houston (2001) terdapat teori kebijakan dividen, antaranya:

1) Dividen Tidak Relevan (*Dividend Irrelevance Theory*)

Nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh pembayaran dividen. MM berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitasnya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi diantaranya dividen dan laba di tahan.

2) Teori *Bird In-the Hand*

Menurut Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa biaya modal sendiri (K_s) akan naik jika DPR rendah karena investor lebih suka menerima dividen dari pada capital gains. Investor memandang *dividen yield* (D_1/P_0) lebih pasti dari pada *capital gains yield* (g). Jadi, perusahaan yang menganut konsep ini harus membagikan seluruh EAT dalam bentuk dividen.

3) Teori Perbedaan Pajak (*Tax Differential Theory*)

Menurut Agus (2001) teori ini menyatakan bahwa adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan capital gains, membuat para investor menyukai capital gains karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu, investor akan mensyaratkan keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* yang tinggi dan *capital gains yield* yang rendah dari pada saham, makanya perusahaan lebih baik menahan seluruh EAT ($DPR=0\%$)

4) Teori *Signaling Hypotesis*

Suatu kenaikan dividen merupakan sinyal bahwa perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa mendatang, demikian juga sebaliknya. Teori *signaling hypotesis* adalah teori yang menyatakan bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai pertanda bagi perkiraan manajemen atau laba.

5) Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan, sehingga menurut teori ini, dividen seharusnya ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu. Kelompok investor dengan tingkat pajak yang tinggi akan menghindari dividen karena dividen mempunyai tingkat pajak yang tinggi dibandingkan dengan *capital gains*. Selain itu, *capital gain* juga dapat menunda pembayaran pajak. Sebaliknya, kelompok investor dengan pajak yang rendah akan menyukai dividen. Selanjutnya, kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai DPR yang tinggi. Sedangkan, kelompok pemegang saham yang tidak membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

4. Kepemilikan Manajerial

Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006) kepemilikan manajerial adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajerial yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan. Sedangkan menurut Christiawan dan Tarigan (2007) dalam Sulistiono (2010), kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi penting bagi pengguna laporan keuangan maka informasi ini akan

diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Permanasari (2010) dalam proses memaksimalkan nilai perusahaan akan muncul *agency conflict* yaitu konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Sering sekali manajer mempunyai tujuan dan kepentingan lain yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan dan sering mengabaikan kepentingan pemegang saham. Hal itu disebabkan, karena manajer lebih mengutamakan kepentingan pribadi dan pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi dari manajer karena apa yang dilakukan manajer akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga mengakibatkan penurunan keuntungan perusahaan dan berpengaruh terhadap harga saham sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan.

Sedangkan menurut Haruman (2008) konflik antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan tersebut dengan adanya kepemilikan saham oleh manajerial. Dengan adanya kepemilikan saham manajerial, diharapkan manajer bisa bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham karena ini bisa memotivasi manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan. Jadi, semakin besar kepemilikan manajerial maka manajer akan cenderung untuk berusaha meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang dan untuk kepentingan dirinya sendiri dan nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan (Siallagan dan Machfoedz, 2006).

Kepemilikan oleh manajerial yang besar akan efektif memonitoring aktivitas perusahaan dan menyimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan akan meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan saham yang besar dari segi nilai ekonomisnya memiliki insentif untuk memonitor aktivitas perusahaan. Ketika kepemilikan saham

oleh manajemen rendah maka akan cenderung akan terjadinya perilaku *opportunistic* manajer juga akan meningkat (Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Penelitian Terdahulu

1. Penelitian Soliha dan Taswan (2002) yang berjudul “Pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan serta faktor yang mempengaruhinya”, hasilnya adalah kebijakan utang berpengaruh tidak signifikan positif terhadap nilai perusahaan.
2. Penelitian Taswan (2003) yang berjudul “kebijakan utang dan kebijakan dividen serta faktor-faktor yang mempengaruhinya” hasilnya adalah kebijakan utang berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan sedangkan kebijakan dividen berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan.
3. Penelitian Nidya (2012) “Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan” hasilnya adalah keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
4. Penelitian Sulistiono (2010) “pengaruh kepemilikan manajerial, struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan” hasilnya adalah kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
5. Penelitian Yenny (2012) “ pengaruh *leverage*, kepemilikan manajerial dan *corporate social responsibility disclosure*” hasilnya adalah *leverage* berpengaruh signifikan negatif

terhadap nilai perusahaan, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan *corporate social responsibility disclosure* berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Antar Variabel

1. Struktur modal dengan nilai perusahaan

Struktur modal (*capital structure*) adalah perbandingan atau imbalan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditujukan oleh perbandingan utang jangka panjang terhadap sumber modal (Keown dkk, 2008). Perusahaan menggunakan struktur modal dengan tujuan agar keuntungan yang diperoleh lebih besar daripada biaya aset dan sumber dananya yang akan meningkatkan keuntungan pemegang saham. Dalam penelitian ini, struktur modal dilihat dari *leveragenya*. Apabila perusahaan melakukan pinjaman kepada pihak di luar perusahaan maka akan timbul utang sebagai konsekuensi dari pinjamannya tersebut dan berarti perusahaan telah melakukan *financial leverage*. Semakin besar utang maka *financial leverage* juga akan semakin besar. Berarti risiko yang dihadapi perusahaan akan semakin besar karena utangnya tersebut. Sehingga mengakibatkan nilai perusahaan akan menurun karena utang yang semakin tinggi akan menimbulkan *financial distress*. Maka dapat disimpulkan rasio *leverage* yang tinggi menyebabkan turunnya nilai perusahaan (Weston dan Copeland, 1997) dalam Yenni (2012).

Menurut Eduardus (2001) sifat investor adalah *risk averse* yaitu cenderung menjauhi risiko maka investor akan bereaksi negatif terhadap tingginya nilai struktur modal karena tingginya utang merupakan beban yang akan ditanggung dari investasi mereka. Selain itu, perusahaan dengan utang yang tinggi juga memiliki risiko likuidasi yang tinggi karena ketidakmampuan dalam melunasi semua kewajiban tetap berupa bunga dan

pokoknya. Oleh karena itu, perusahaan yang tinggi utangnya akan mengakibatkan reaksi investor rendah sehingga mengakibatkan harga saham turun dan berakibat kepada turunnya nilai perusahaan.

Dalam penelitian Wahid (2007) juga menjelaskan investor tidak akan mau mengambil risiko suatu investasi jika investasi tersebut tidak memberikan tingkat pengembalian yang layak. Investor akan menghindari pembelian saham perusahaan sehingga akan menyebabkan harga saham turun dan nilai perusahaan juga akan mengalami penurunan. Penelitian Sujoko (2007) mengatakan struktur modal memiliki hubungan yang negatif terhadap nilai perusahaan.

Dapat disimpulkan utang yang tinggi akan menyebabkan turunnya nilai perusahaan dan membuat investor sangat berhati-hati untuk berinvestasi karena semakin tinggi struktur modal maka semakin tinggi pula risiko investasinya (Weston dan Copeland, 2008 dalam Mayang, 2012). Dengan demikian, dapat diduga bahwa adanya hubungan negatif antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

2. Kebijakan dividen dengan nilai perusahaan

Pada dasarnya, laba bersih perusahaan bisa dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Kebijakan dividen menyangkut keputusan tentang penggunaan laba yang menjadi hak pemegang saham. Kebijakan tersebut berupa penentuan berapa banyak keuntungan yang akan diperoleh oleh pemegang saham. Keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham ini akan menentukan kesejahteraan para pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka perusahaan akan dianggap semakin baik. Perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan

tentunya penilaian terhadap perusahaan akan semakin baik pula, biasanya tercermin melalui peningkatan harga saham perusahaan. Hal ini sejalan pendapat Rozeff (1982) dalam Haruman (2008) yang menganggap bahwa dividen mengandung informasi atau isyarat prospek (baik atau buruk) sebuah perusahaan.

Nilai perusahaan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan membayar dividen (Martono dan Harjito, 2005). Besarnya dividen ini dapat mempengaruhi harga saham. Apabila dividen yang dibayarkan tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi, sebaliknya, jika dividen yang dibayarkan kecil, maka harga saham perusahaan tersebut juga rendah dan mengakibatkan nilai perusahaan turun. Kemampuan membayar dividen erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar dividen juga besar.

Kebijakan dividen berpengaruh terhadap sikap para investor. Para pemegang saham memandang negatif terhadap perusahaan yang mengurangi dividen, karena pengurangan dividen dapat mereka kaitkan pada kesulitan keuangan pada suatu perusahaan yang tentu saja berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penurunan pembayaran dividen akan dilihat sebagai prospek perusahaan yang buruk. Begitu juga sebaliknya, pembayaran dividen yang besar akan dilihat sebagai prospek yang baik sehingga ini dapat meningkatkan nilai perusahaan. Maka dalam hal ini kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Taswan, 2003).

Berdasarkan penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa pembayaran dividen secara wajar dan tinggi kepada pemegang saham dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pengumuman pembayaran dividen dapat meningkatkan *return* saham yang menunjukkan prospek perusahaan

akan baik di masa yang akan datang. Dengan demikian, dapat diduga bahwa adanya hubungan positif antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

3. Kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan

Kepemilikan manajerial adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajerial yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Memaksimalkan nilai perusahaan sering muncul konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Hal ini dipicu karena manajer perusahaan yang mempunyai tujuan dan kepentingan yang lain yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan sering mengabaikan kepentingan pemegang saham (Jansen dan Meckling, 1976) dalam Permasari (2010)

Pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan konflik keagenan. Konflik keagenan disebabkan prinsipal dan agen mempunyai kepentingan sendiri-sendiri yang saling bertentangan karena agen dan prinsipal berusaha memaksimalkan utilitasnya masing-masing. Perbedaan kepentingan mengakibatkan manajerial berperilaku curang dan tidak etis sehingga merugikan pemegang saham. Oleh karena itu, diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat mensejajarkan perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham.

Menurut Permasari (2010) dengan adanya kepemilikan manajerial diharapkan manajer akan bertindak sesuai dengan keinginan para pemegang saham karena termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya dan nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Semakin besar kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan cenderung untuk berusaha meningkatkan kinerjanya untuk pemegang saham dan untuk kepentingan dirinya sendiri. Sedangkan menurut Sulistiono (2010) manajer yang sekaligus pemegang saham

akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham juga akan meningkat pula.

Berdasarkan penjelasan di atas, kepemilikan saham oleh manajerial dapat memberikan motivasi terhadap manajer untuk meningkatkan kinerja untuk kepentingan pemegang saham dan kepentingannya sendiri dan nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dengan demikian, dapat diduga bahwa adanya hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

Kerangka Konseptual

Nilai perusahaan adalah nilai pasar seluruh komponen keuangan perusahaan yang bersedia dibayar oleh calon pembeli jika perusahaan dijual yang tercermin dari harga sahamnya. Keberhasilan suatu perusahaan dapat dilihat dari nilai perusahaan karena semakin tinggi nilai perusahaan akan menggambarkan sejahtera pemiliknya. Mamaksimumkan nilai perusahaan itu berarti memaksimumkan kemakmuran pemegang sahamnya.

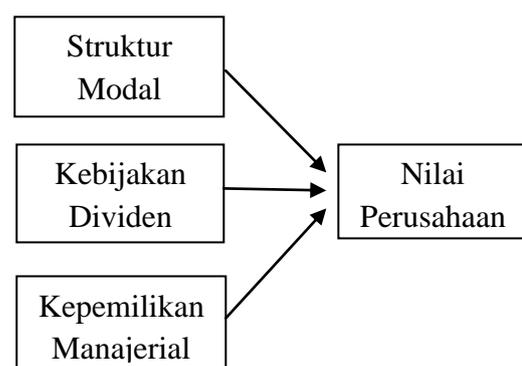
Dalam melakukan keputusan pendanaan (struktur modal), perusahaan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis sumber pendanaan yang ekonomis. Sumber pendanaan yang dipilih oleh perusahaan harus bertujuan mendatangkan keuntungan dan lebih besar dari biaya. Apabila perusahaan memilih utang sebagai sumber pendanaannya maka akan timbul beberapa konsekuensi dari pinjaman tersebut seperti pembayaran bunga dan pokok pinjaman. Apabila utang tinggi akan menyebabkan turunnya nilai perusahaan dan membuat investor sangat berhati-hati untuk berinvestasi karena semakin tinggi utang maka semakin tinggi pula risiko investasinya.

Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan *financial* yang sering dilakukan perusahaan dimana keputusan ini akan berpengaruh terhadap nilai

perusahaan yang tercermin dari harga pasar saham. Perusahaan yang membagikan dividen yang tinggi kepada pemegang saham dianggap signal positif bagi investor. Hal ini berarti perusahaan memiliki kinerja dan manajemen yang baik sehingga dapat memakmurkan pemegang saham. Akibatnya banyak investor yang tertarik menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

Terdapat perbedaan kepentingan antara manajemen perusahaan sebagai pengambil keputusan dan para pemegang saham sebagai pemilik dari perusahaan. Tentunya perbedaan kepentingan ini akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan manajerial akan dapat mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. Adanya kepemilikan saham oleh manajemen maka manajer akan melakukan usaha untuk meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham juga akan meningkat. Dengan meningkatkan proporsi kepemilikan saham maka diharapkan manajemen akan bertindak sesuai dengan keinginan para pemegang saham karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa struktur modal, kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hubungan dari variabel ini dapat digambarkan dalam rerangka konseptual sebagai berikut:



Hipotesis

Berdasarkan identifikasi masalah, kajian teori dan hasil penelitian sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

- H₁: Struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan
- H₂: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H₃: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

III. METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian

Sesuai dengan masalah dan tujuan yang dirumuskan, maka penelitian ini tergolong penelitian kausatif. Penelitian kausatif berguna untuk menganalisis pengaruh antara satu variabel dengan beberapa variabel lainnya. Dimana penelitian yang bertujuan untuk mengetahui seberapa jauh variabel independen mempengaruhi variabel dependen.

B. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010 sampai 2012.

Untuk memilih sampel dalam penelitian ini, peneliti menggunakan metode *purposive sampling*, teknik ini menggunakan pertimbangan tertentu untuk penentuan sampel. Populasi yang akan dijadikan sampel adalah populasi yang memenuhi kriteria yang dipakai dalam pengambilan sampel.

C. Jenis dan Sumber Data

Jenis data dalam penelitian ini adalah dokumenter yaitu jenis data penelitian yang berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010-2012. Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data diperoleh dari perusahaan yang terdaftar di BEI Tahun 2010-2012, dan perusahaan mempublikasikan pelaporan keuangan

auditan Tahun 2010-2012. Sumber data diperoleh melalui situs www.idx.co.id.

D. Teknik Pengumpulan data

Untuk memperoleh data yang diperlukan dalam penelitian ini, penulis menggunakan teknik dokumentasi dari data-data yang dipublikasikan oleh perusahaan. Data diperoleh melalui situs resmi www.idx.co.id dan mempelajari literatur yang berkaitan dengan permasalahan penelitian baik di media cetak maupun elektronik.

E. Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel

1. Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen adalah variabel yang menjadi perhatian utama dalam penelitian. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan (Y). Nilai perusahaan diukur dengan menggunakan Tobin's Q. Proksi ini telah digunakan oleh beberapa peneliti antara lain Rika (2008), Simposium Nasional Akuntansi VI, Pontianak.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{(EMV+D)}{(EBV+D)}$$

2. Variabel Independen (X)

Variabel independen adalah tipe variabel yang menjelaskan atau mempengaruhi variabel yang lain. Yang menjadi variabel independen dalam penelitian ini adalah:

a. Struktur Modal (X₁)

Struktur modal diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) karena dapat menggambarkan perbandingan antara utang dengan modal sehingga dapat melihat tingkat risiko yang dimiliki perusahaan. Menurut Kasmir (2011:158) rasio *Debt to Equity Ratio* (DER) dapat dinyatakan dengan rumus sebagai berikut:

$$(\text{DER}) = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total modal}}$$

b. Kebijakan Dividen (X₂)

Keputusan kebijakan dividen adalah keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen dari pada ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Menurut Eduardus (2011: 243) kebijakan dividen

dapat diukur melalui *Dividend Payout Ratio* (DPR).

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

Dimana :

$$DPS = \frac{\text{Dividen}}{\text{jumlah saham beredar}}$$

$$EPS = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{jumlah saham beredar}}$$

c. Kepemilikan Manajerial (X_3)

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen (direksi dan komisaris) dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola. Kepemilikan manajerial diukur dengan proksi persentase kepemilikan saham biasa yang dimiliki oleh manajerial (direktur dan komisaris) dimana persentase tersebut diperoleh dari banyaknya jumlah saham yang dimiliki oleh manajerial per total saham. Berdasarkan penelitian Haruman (2008) Proksi yang digunakan dalam kepemilikan manajerial adalah:

$$KM = \frac{\text{jumlah saham manajerial}}{\text{jumlah saham yang beredar}} \times 100$$

F. Teknik Analisis Data

1. Analisis Deskriptif

Teknik deskriptif yang dimaksudkan dalam penelitian ini adalah untuk menginterpretasikan nilai rata-rata, nilai maksimum, dan nilai minimum dari masing-masing variabel penelitian.

2. Analisis Induktif

a. Model Regresi Data Panel

Data panel adalah gabungan antara data runtut waktu (*time series*) dan data silang (*cross section*).

b. Metode Estimasi Model Regresi Panel

Dalam metode estimasi model regresi dengan menggunakan data panel dapat dilakukan melalui tiga pendekatan, antara lain:

1) *Common Effect Model* (CEM)

Pada model ini tidak diperhatikan dimensi waktu maupun individu, sehingga diasumsikan bahwa perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. Metode ini bisa menggunakan pendekatan *Ordinary Least Square* (OLS)

atau teknik kuadrat terkecil untuk mengestimasi model data panel.

2) *Fixed Effect Model* (FEM)

Model ini mengasumsikan bahwa perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intersepsinya. Untuk mengestimasi data panel model *Fixed Effects* menggunakan teknik *variable dummy* untuk menangkap perbedaan intersep antar perusahaan. Model estimasi ini sering juga disebut dengan teknik *Least Squares Dummy Variable* (LSDV).

3) *Random Effect Model* (REM)

Pada model *Random Effect* perbedaan intersep diakomodasi oleh *error terms* masing-masing perusahaan. Keuntungan menggunakan model *Random Effect* yakni menghilangkan heteroskedastisitas. Model ini juga disebut dengan *Error Component Model* (ECM) atau teknik *Generalized Least Square* (GLS).

c. Pemilihan Model

1) *Chow test* atau *Likelihood test*

Uji ini digunakan untuk pemilihan antara model *fixed effect* dan *common effect*. Dasar penolakan H_0 adalah dengan menggunakan pertimbangan Statistik *Chi-Square*, jika probabilitas dari hasil uji *Chow-test* lebih besar dari nilai kritisnya maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H_0 : *Common Effect Model* atau pooled OLS

H_a : *Fixed Effect Model*

2) *Hausman test*

Hausman test atau uji hausman adalah pengujian statistik untuk memilih apakah model *fixed effect* atau *random effect* yang paling tepat digunakan. Setelah selesai melakukan uji *Chow* dan didapatkan model yang tepat adalah *fixed effect*, maka selanjutnya kita akan menguji model manakah antara model *fixed effect* atau *random effect* yang paling tepat, pengujian ini disebut sebagai uji Hausman.

Statistik Uji Hausman ini mengikuti distribusi *statistic Chi Square* dengan *degree of freedom* sebanyak k , dimana k adalah jumlah variabel independen. Jika nilai statistik Hausman lebih besar dari nilai kritisnya maka H_0 ditolak dan model yang tepat adalah model *fixed effect* sedangkan sebaliknya bila nilai statistik Hausman lebih kecil dari nilai kritisnya maka model yang tepat adalah model *random effect*.

H_0 : *Random Effect Model*

H_a : *Fixed Effect Model*

Jika model *common effect* atau *fixed effect* yang digunakan, maka langkah selanjutnya yaitu melakukan uji asumsi klasik. Namun apabila model yang digunakan jatuh pada *random effect*, maka tidak perlu dilakukan uji asumsi klasik. Hal ini disebabkan oleh variabel gangguan dalam model *random effect* tidak berkorelasi dari perusahaan berbeda maupun perusahaan yang sama dalam periode yang berbeda, varian variabel gangguan homokedastisitas serta nilai harapan variabel gangguan nol.

d. Uji Asumsi Klasik

1) Uji Normalitas

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah distribusi pada data sudah mengikuti atau mendekati distribusi yang normal. Pada pengujian sebuah hipotesis, maka data harus terdistribusi normal. Dalam Wing (2009: 5.37) terdapat dua cara untuk menguji normalitas dalam *software* Eviews, yaitu dengan histogram dan uji Jarque-Bera.

Terdapat dua cara untuk melihat apakah data terdistribusi normal. Pertama, jika nilai Jarque-Bera < 2 , maka data sudah terdistribusi normal. Kedua, jika probabilitas $>$ nilai signifikansi 5%, maka data sudah terdistribusi normal.

2) Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$

(sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu (*time series*) karena “gangguan” pada seseorang individu/kelompok cenderung mempengaruhi “gangguan” pada individu/kelompok yang sama pada periode berikutnya.

Uji Durbin Watson adalah cara untuk mendeteksi autokorelasi, dimana model regresi linear berganda terbebas dari autokorelasi jika nilai Durbin Watson hitung terletak di daerah Tidak Ada Autokorelasi Positif dan Negatif.. Pengujian autokorelasi penelitian ini menggunakan uji Durbin-watson (DW test), kriteria pengambilan keputusannya: Apabila nilai d berada diantara 0 hingga 1,10 maka data mengandung autokorelasi positif, bila nilai d berada diantara 1,10 hingga 1,54 maka data tidak dapat diputuskan, bila nilai d diantara 1,54 hingga 2,46 maka data tidak mengandung autokorelasi, bila nilai d diantara 2,46 hingga 2,90 maka data tidak dapat diputuskan, dan bila nilai d diatas 2,90 maka data terdapat autokorelasi negatif.

3) Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang Homoskedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas. Untuk melihat ada atau tidaknya heterokedastisitas ini digunakan suatu metode yang di sebut Uji White. Kriteria untuk pengujian White adalah:

- a. Jika nilai sig < 0,05 varian terdapat heterokedastisitas.
- b. Jika nilai sig \geq 0,05 varian tidak terdapat heterokedastisitas.

4) Uji Multikolonieritas

Uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Penggunaan korelasi bivariat dapat dilakukan untuk melakukan deteksi terhadap multikolinearitas antar variabel bebas dengan standar toleransi 0,8. Jika korelasi menunjukkan nilai lebih kecil dari 0,8 maka dianggap variabel-variabel tersebut tidak memiliki masalah kolinearitas yang tidak berarti.

e. **Persamaan Regresi**

Analisis regresi berganda adalah analisis tentang hubungan antara satu *dependent variable* dengan dua atau lebih *independent variable*. Data yang telah dikumpulkan akan diolah dengan menggunakan *software* Eviews 6. Untuk mengetahui pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat digunakan model regresi linear berganda dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e$$

f. **Uji Model**

1) Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji ini digunakan untuk menguji *goodness-fit* dari model regresi dimana untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen maka dapat dilihat dari nilai *adjusted R²*.

2) Uji t-Test (Hipotesis)

Uji t (*t-test*) dilakukan untuk menguji apakah secara terpisah variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen secara baik. Uji ini dapat dilakukan dengan cara membandingkan nilai t hitung dengan t tabel, (1) Jika t hitung \geq t tabel, maka H0 ditolak dengan

kata lain hipotesis diterima dan (2) Jika t hitung < t tabel, maka H0 diterima dengan kata lain hipotesis ditolak.

G. Defenisi Operasional

1. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual yang tergambar dari kemampuan perusahaan dalam meningkatkan harga saham dan kemampuan pembayaran dividen secara berkesinambungan dengan jumlah yang memuaskan.

2. Struktur Modal

Struktur modal (*capital structure*) adalah perpaduan sumber pendanaan permanen (jangka panjang) yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya serta kinerjanya manajemen untuk menggambarkan perbandingan antara utang perusahaan terhadap ekuitas.

3. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa mendatang. Kebijakan dividen dapat diukur dengan rasio *Dividend Payout Ratio* (DPR).

4. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan situasi dimana manajerial memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer, direktur dan komisaris tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer, direktur dan komisaris.

IV. HASIL ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

A. Statistik Deskriptif

Sebelum variabel penelitian dianalisis dengan melakukan pengujian rumus statistik eviews 6, data dari masing-masing variabel penelitian dideskripsikan

terlebih dahulu. Data penelitian yang menjadi variabel dependen (Y) yaitu nilai perusahaan, sedangkan yang menjadi variabel independen adalah struktur modal (X_1), kebijakan dividen (X_2), dan kepemilikan manajerial (X_3) dapat dilihat pada tabel 1 (lampiran).

Statistik deskriptif di atas menunjukkan distribusi data mentah yang tidak normal. Hal ini ditunjukkan dengan nilai *skewness* yang jauh dari 0 (nol), dan *kurtosis* yang besar yaitu 3 (tiga). Data yang tidak berdistribusi normal tersebut selanjutnya di-transformasikan dalam bentuk transformasi *logaritma natural* untuk variabel dependen (Y) dan dalam bentuk variabel independen (X_3). Hal ini bertujuan untuk memperoleh data yang normal, sehingga menghasilkan model regresi yang tidak bias dan bebas dari masalah asumsi klasik. Dengan demikian, diperoleh statistik deskriptif setelah transformasi dapat dilihat pada tabel 2 (lampiran).

Pada tabel diatas masih terlihat satu variabel yang belum berdistribusi normal yaitu kebijakan dividen (X_3). Hal ini terlihat pada nilai kurtosisnya yang masih diatas 3 (tiga), dan probabilitas Jarque-Bera yang kecil dari signifikannya. Akan tetapi, distribusi masih dapat dikatakan tidak bias karena penelitian memiliki lebih dari 30 observasi.

B. Analisis Regresi Panel

1. Pemilihan Model Regresi Panel

a. Chow test atau Likelihood test

Pemilihan penggunaan *Fixed Effect* atau *Common Effect* dapat dilihat pada tabel 3 (lampiran).

Berdasarkan hasil uji *Chow-Test* dengan menggunakan Eviews dapat disimpulkan bahwa model H_0 untuk model ini ditolak dan H_a diterima, sehingga estimasi yang lebih baik digunakan dalam model ini adalah *fixed effect*.

b. Hausman test

Pemilihan penggunaan pendekatan *fixed effect* atau *random effect* dapat dilihat dari hasil output uji hausman yang diolah

dengan menggunakan Eviews dapat dilihat pada tabel 4 (lampiran).

Berdasarkan hasil *Hausman test* dengan menggunakan Eviews maka H_0 untuk model ini diterima dan H_a ditolak, sehingga estimasi yang lebih baik digunakan dalam model ini adalah *random effect*. Jadi, dalam model penelitian ini lebih baik menggunakan model *random effect*.

Model yang digunakan jatuh pada *random effect* maka menurut Agus (2007:257) dalam penelitian ini tidak perlu dilakukan pengujian asumsi klasik. Hal ini disebabkan oleh variabel gangguan dalam model *random effect* tidak berkorelasi dari perusahaan berbeda maupun perusahaan yang sama dalam periode yang berbeda, varian variabel gangguan homoskedastisitas serta nilai harapan variabel gangguan nol dan juga karena penyembuhan uji asumsi klasik menggunakan metode *Generalized Least Squares* (GLS) yang mana GLS itu bagian dari *random effect* sehingga tidak perlu uji asumsi klasik.

2. Model Regresi Panel

Berdasarkan hasil dari pengujian model *chow-test* dan *hausman test* maka estimasi regresi panel menggunakan pendekatan *random effect* dengan metode *Panel EGLS (Cross-section random effects)* Berikut hasil pengujian regresi data panel dengan pendekatan *random effect* dapat dilihat pada tabel 5 (lampiran).

3. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk melihat atau mengetahui kontribusi variabel bebas dalam menjelaskan variabel terikat. Pada tabel 5 (lampiran) *Adjusted R Square* menunjukkan 0.2478. Hal ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh struktur modal, kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial sebesar 24,78% dan selebihnya ditentukan oleh variabel di luar penelitian ini.

4. Uji F (*F-Test*)

Uji F dilakukan untuk menguji apakah secara serentak variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen dengan baik dan untuk menguji apakah model yang digunakan telah *fix* atau tidak. Pada tabel 5 (lampiran) Nilai prob F-statistik pada model sebesar $0.000052 < \text{sig } 0,1$. Jadi, dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi yang diperoleh dapat diandalkan atau model sudah *fix*.

5. Pengujian Hipotesis

1. Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah struktur modal memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Berdasarkan hasil regresi pada tabel 5 (lampiran) diketahui bahwa koefisien β struktur modal bernilai positif sebesar 0.025777, nilai t_{hitung} sebesar 0.245242 dan nilai signifikansi $0.8070 > 0.1$. Hal ini berarti bahwa struktur modal tidak berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, sehingga dapat disimpulkan **hipotesis 1 ditolak**.
2. Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Berdasarkan hasil regresi pada tabel 5 (lampiran) diketahui bahwa koefisien β kebijakan dividen bernilai positif sebesar 0.330207, nilai t_{hitung} sebesar 1.671659 dan nilai signifikansi $0.0992 < 0.1$. Hal ini berarti bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, sehingga dapat disimpulkan **hipotesis 2 diterima**.
3. Hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap

nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Berdasarkan hasil regresi pada tabel 5 (lampiran) diketahui bahwa koefisien β kepemilikan manajerial bernilai negatif sebesar 0.153997, nilai t_{hitung} sebesar -4.148358 dan nilai signifikansi $0.0001 < 0.1$. Hal ini berarti bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, sehingga dapat disimpulkan **hipotesis 3 ditolak**.

C. Pembahasan

a. Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Menurut Riyanto (2001) suatu perusahaan yang mempunyai struktur modal yang tidak baik, dimana mempunyai utang yang sangat besar akan memberikan beban berat kepada perusahaan yang bersangkutan. Struktur modal digambarkan sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar utangnya dengan menggunakan ekuitas yang dimilikinya. Berdasarkan hasil analisis statistik dalam penelitian ini ditemukan bahwa hipotesis pertama (H_1) ditolak. Dari hasil pengolahan data dapat disimpulkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa adanya hubungan positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan namun tidak signifikan.

Arah hubungan yang positif menunjukkan bahwa peningkatan penggunaan utang dalam perusahaan akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Ini sesuai dengan pernyataan Brigham dan Houston (2001) yang menyatakan bahwa penggunaan utang yang lebih besar dapat meningkatkan nilai perusahaan karena penggunaan utang dapat menghemat pajak. Utang berkaitan dengan beban bunga apabila utang besar maka beban bunga pinjaman akan besar pula dan hal ini akan berimbas pada pengurangan jumlah penghasilan terkena pajak sehingga nilai

perusahaan bertambah. Walaupun hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh positif antara kebijakan utang terhadap nilai perusahaan, namun dalam hal ini pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan tidaklah signifikan. Artinya berapapun banyaknya utang yang digunakan oleh perusahaan tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan kata lain, tidak adanya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Struktur modal yang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh *Modigliani and Miller's*.

Modigliani and Miller's menyatakan bahwa seberapa banyak penggunaan utang tidak akan terpengaruh terhadap harga saham dan nilai perusahaan. Hal itu dikarenakan oleh penggunaan utang akan menyebabkan biaya ekuitas naik dengan tingkat yang sama seperti tingkat pendapatan yang dihasilkan. Hal lain juga disebabkan karena dalam pasar modal Indonesia pergerakan harga saham dan penciptaan nilai tambah perusahaan disebabkan faktor psikologis pasar sehingga tidak terlalu memperhatikan besar kecilnya utang, tetapi investor lebih melihat bagaimana pihak manajemen perusahaan menggunakan dana dari utang tersebut dengan efektif dan efisien agar dapat menciptakan nilai tambah bagi perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hardiningsih (2010) menemukan hasil bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil yang tidak signifikan menandakan bahwa struktur modal yang telah ditetapkan perusahaan tidak memberikan pengaruh yang cukup besar terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa naik turunnya struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Alasan ditolaknya hipotesis pertama ini dikarenakan besar kecilnya utang yang dimiliki perusahaan tidak terlalu diperhatikan oleh investor, karena

investor lebih melihat bagaimana pihak manajemen perusahaan menggunakan dana tersebut dengan efektif dan efisien untuk mencapai nilai tambah bagi nilai perusahaan. Selain itu yang mempengaruhi keputusan investor untuk membeli saham adalah rasional yang umumnya berkaitan dengan aspek fundamental dari perusahaan yang memasuki pasar modal seperti laba/profitabilitas yang diperoleh perusahaan.

b. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Menurut Keown dkk (2008) mengemukakan bahwa kebijakan dividen perusahaan meliputi rasio pembayaran dividen yang menunjukkan jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap pendapatan perusahaan dan stabilitas dividen sepanjang waktu. Berdasarkan hasil analisis statistik dalam penelitian ini ditemukan bahwa hipotesis kedua (H_2) diterima. Dari hasil pengolahan data dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Wijaya dan Wibawa (2010) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Leli dan Gunawan (2011) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Temuan ini juga sejalan dengan teori *bird in the hand theory* yang menyatakan bahwa pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi dibandingkan *capital gain* dan investor memandang bahwa dividen tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih suka kepastian tentang *return* investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan.

Penelitian ini juga mendukung *signaling theory* yang menyatakan bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gain*. Pembayaran dividen yang semakin meningkat merupakan *signal* positif yang menyatakan prospek perusahaan semakin baik sehingga investor semakin tertarik untuk membeli saham dan nilai perusahaan akan meningkat.

c. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi pemegang saham dari pihak manajemen (direktur, komisaris dan manajer) yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Selain itu, kepemilikan manajerial yang besar akan efektif memonitoring aktivitas perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Berdasarkan hasil analisis statistik dalam penelitian ini ditemukan bahwa hipotesis ketiga (H_3) ditolak yang berarti kepemilikan manajerial tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dari hasil pengolahan data dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki arah negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan apabila kepemilikan manajerial naik maka nilai perusahaan akan turun.

Hal ini sesuai dengan data sekunder yang mana kepemilikan manajerial ada yang konstan setiap tahun dan ada tidak stabil (terkadang mengalami penurunan dan peningkatan). Pada saat kepemilikan manajerial mengalami peningkatan, tetapi tidak mempengaruhi nilai perusahaan ini diakibatkan oleh kepemilikan manajerial masih kurang dari seratus persen sehingga kinerja dari manajemen belum optimal dan belum mampu meningkatkan nilai perusahaan dan dalam rapat pengambilan keputusan masih didominasi oleh pemilik karena kepemilikan saham oleh pihak

manajemen masih kecil. Hal ini juga dapat memicu terjadinya konflik keagenan yang dapat menurunkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Haruman (2008) dan Permanasari (2010) dimana hasil kesimpulannya menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dikarenakan adanya tindakan oportunistik dari para pemegang saham manajerial sehingga akan menyebabkan pemegang saham lain akan merasa dirugikan. Namun hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) dimana hasil penelitiannya menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Alasan ditolaknya hipotesis ini disebabkan pertama, diduga adanya kesenjangan informasi antara manajer dengan investor sehingga kepemilikan manajerial belum mampu menjadi mekanisme untuk meningkatkan nilai perusahaan. Kedua, dikarenakan belum banyaknya pihak manajemen yang memiliki saham perusahaan dengan jumlah yang signifikan sehingga menyebabkan pihak manajemen lebih mementingkan tujuannya sebagai seorang manajer daripada sebagai pemegang saham. Ketiga, diduga adanya konflik keagenan dan tindakan oportunistik dari para pemegang saham manajerial sehingga ini dapat menyebabkan turunnya nilai perusahaan.

V. PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil temuan penelitian dan pengujian hipotesis yang diajukan sebelumnya dapat disimpulkan bahwa:

1. Struktur modal tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia (BEI) atau hipotesis pertama (H_1) ditolak.

2. Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia (BEI) atau hipotesis kedua (H_2) diterima.
3. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia (BEI) atau hipotesis ketiga (H_3) ditolak.

B. Keterbatasan Penelitian

Meskipun peneliti telah berusaha merancang dan mengembangkan penelitian sedemikian rupa, namun masih terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini yang masih perlu direvisi bagi peneliti selanjutnya antara lain:

1. Penelitian ini hanya menggunakan tiga variabel independen (struktur modal, kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial yang mempengaruhi nilai perusahaan). Masih ada sejumlah variabel lain yang belum digunakan sedangkan variabel tersebut memiliki kontribusi dalam mempengaruhi nilai perusahaan.
2. Penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan tahun pengamatan penelitian yang masih terlalu singkat yaitu hanya dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2012.

C. Saran

Berdasarkan keterbatasan yang ada pada penelitian ini, maka saran dari penelitian ini yaitu :

1. Bagi peneliti selanjutnya yang tertarik meneliti judul yang sama, dengan melihat *Adjusted R Square* penelitian ini yang masih rendah maka peneliti menyarankan untuk peneliti selanjutnya agar dapat menambahkan dan menggunakan variabel independen lain seperti profitabilitas, *corporate social responsibility*, dan kesempatan bertumbuh (*growth opportunities*).

2. Bagi perusahaan emiten hendaknya meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat menarik investor untuk berinvestasi pada perusahaan mereka, dan perusahaan emiten hendaknya juga mampu mengelola dan memanfaatkan sumber pendanaan (struktur modal) perusahaannya dengan baik sehingga kinerja keuangan menjadi baik dimata investor.
3. Bagi investor, dalam memberikan penilaian terhadap perusahaan sebaiknya juga memperhatikan faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan seperti ukuran perusahaan, *Investment opportunity set*, *good corporate governance*, dan profitabilitas.

DAFTAR PUSTAKA

- Agus, Sartono. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFY Yogyakarta.
- Agus, Widarjono. 2007. *Ekonometrika Teori dan Aplikasi Untuk Ekonomi dan Bisnis*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Brigham, Eugene F dan Joel F Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, Eugene F dan weston. 2001. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, Eugene F. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Buku 2. Edisi II*. Jakarta: Salemba Empat.
- Defriko. 2012. Pengaruh Informasi Nilai Perusahaan, Struktur Modal dan Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham. *Skripsi-SI*. FE. Universitas Negeri Padang.

- Eduardus, Tandelilin. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, Imam. 2007. *Aplikasi Analisis Mutivariat dengan SPSS*. Badan Penerbitan Universitas Diponegoro: Semarang.
- Harahap, Syofyan Syafri. 2004. *Teori Akuntansi*. Jakarta : Rajagrafindo Persada.
- Hardiningsih. 2010. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*. Vol. 3, No. 1. Hal: 68 – 87.
- Haruman. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) XI.
- Kasmir. 2011. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Perss.
- Keown, Arthur J. Dkk. 2008. *Manajemen Keuangan dan Prinsip Penerapannya*. Jakarta: PT Indeks.
- Leli dan Gunawan. 2011. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Tingkat Suku Bunga terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Investasi*. Vol. 7, No. 1 juni 2011 : 31-45.
- Martono dan Agus Harjiito. 2005. *“Manajemen Keuangan”*. Yogyakarta.
- Mayang. 2012. Pengaruh Profitabilitas, *Investment Opportunity Set* (IOS) dan *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi-SI*. FE. Universitas Negeri Padang.
- Nidya, 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi-SI*. FE. Universitas Negeri Padang.
- Permanasari, Wien Ika. 2010. Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusional dan *Corporate Social Responsibility* terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi-SI*. FE. Universitas Diponegoro.
- Rika, 2008. Pengaruh *Corporate Social Responsibility* terhadap Nilai perusahaan dengan Persentase Kepemilikan Manajemen sebagai Variabel Moderating. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) XI. Pontianak.
- Riyanto , Bambang. 2008. *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE.
- Suad, Husnan. 2005. *Dasar Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.
- Sudarman. 2011. Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen dan Kinerja terhadap Nilai Perusahaan. *ejurnal.stiedharmaputrasmg.ac.id/index.php*.
- Sujoko. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, *Leverage*, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, Vol. 9, No 1, Maret 2007 : 41-48.
- Sulistiono. 2010. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi-SI*. FE. Universitas Negeri Semarang.

Taswan dan Soliha. 2002. Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*.

Taswan. 2003. Analisis Pengaruh *Insider Ownership*, Kebijakan Utang dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Serta Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*. Vol. 10, No. 2, September 2003, Hal. 162-181.

Wahyudi dan Pawestri, 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) XI. Padang.

Winarno, Wing Wahyu. 2009. “*Analisis Ekonometrika Dan Statistika Dengan Eviews*”. UPP STIM YKPN.

Yenni. 2012. Pengaruh *Leverage*, Kepemilikan Manajerial dan *Corporate Social Responsibility Disclosure* terhadap Nilai Pserusahan. *Skripsi-SI*. FE. Universitas Negeri Padang.

www.idx.co.id

www.yahoofinance.co.id

LAMPIRAN

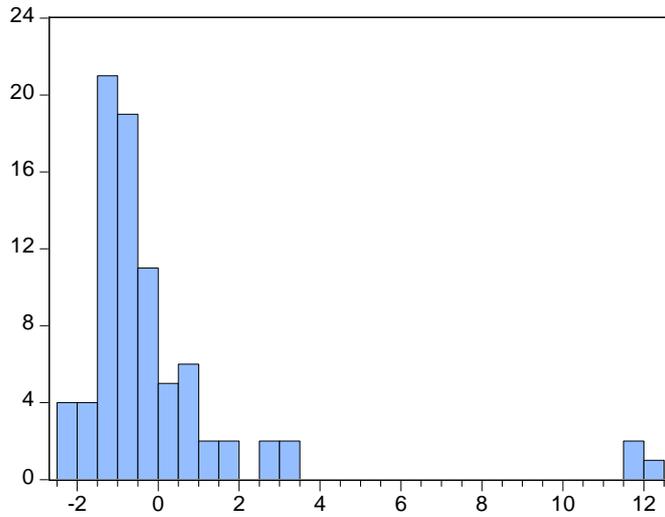
Tabel 1
Statistik Deskriptif sebelum Transformasi

	Y	X₁	X₂	X₃
Mean	2.144580	0.838015	0.319599	3.052707
Median	1.290317	0.612842	0.256753	0.141856
Maximum	15.00327	2.776996	1.830791	26.80497
Minimum	0.327726	0.043134	-0.456721	0.000000
Std. Dev.	2.732133	0.670481	0.364336	6.113074
Skewness	3.550733	0.998068	1.775528	2.556194
Kurtosis	16.14981	2.931973	7.768026	9.043108
Jarque-Bera	753.8006	13.46350	119.2862	211.4628
Probability	0.000000	0.001192	0.000000	0.000000
Observations	81	81	81	81

Tabel 2
Statistik Deskriptif setelah Transformasi

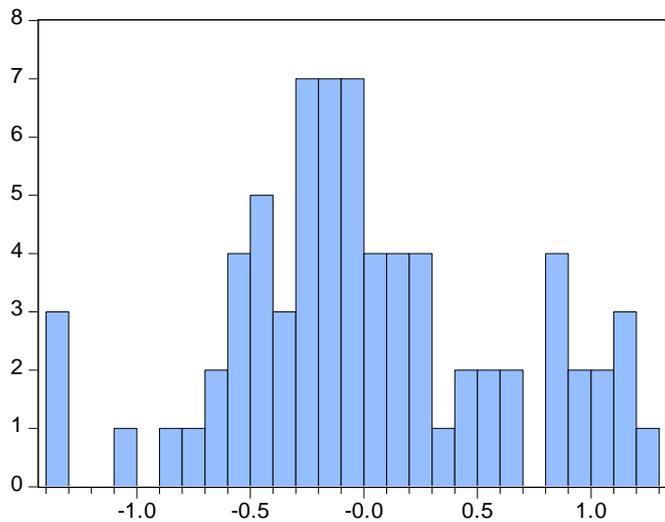
	LOG Y	X₁	X₂	LOG X₃
Mean	0.368422	0.838015	0.319599	-1.289494
Median	0.254888	0.612842	0.256753	-1.044914
Maximum	2.708268	2.776996	1.830791	3.288587
Minimum	-1.115577	0.043134	-0.456721	-8.209708
Std. Dev.	0.808235	0.670481	0.364336	3.017927
Skewness	0.734177	0.998068	1.775528	-0.434946
Kurtosis	3.811741	2.931973	7.768026	2.434196
Jarque-Bera	9.500577	13.46350	119.2862	3.230538
Probability	0.008649	0.001192	0.000000	0.198837
Observations	81	81	81	72

Statistik Deskriptif Sebelum Transformasi



Series: Standardized Residuals	
Sample 2010 2012	
Observations 81	
Mean	-4.39e-16
Median	-0.845537
Maximum	12.48474
Minimum	-2.346715
Std. Dev.	2.628611
Skewness	3.612675
Kurtosis	16.72561
Jarque-Bera	812.0182
Probability	0.000000

Statistik Deskriptif Setelah Transformasi



Series: Standardized Residuals	
Sample 2010 2012	
Observations 72	
Mean	0.019935
Median	-0.085346
Maximum	1.285431
Minimum	-1.385662
Std. Dev.	0.615064
Skewness	0.131728
Kurtosis	2.810545
Jarque-Bera	0.315906
Probability	0.853890

Tabel 3
Hasil pengujian Chow-Test

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	12.629360	(26,42)	0.0000
Cross-section Chi-square	156.730679	26	0.0000

Tabel 4
Hasil pengujian Hausman-Test

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.121217	3	0.3733

Tabel 5
Hasil Estimasi Regresi Panel Dengan Model *Random Effect*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.027624	0.161381	0.171173	0.8646
X1	0.025777	0.105110	0.245242	0.8070
X2	0.330207	0.197532	1.671659	0.0992
LOGX3	-0.153997	0.037122	-4.148358	0.0001
Weighted Statistics				
R-squared	0.279630	Mean dependent var	0.098298	
Adjusted R-squared	0.247849	S.D. dependent var	0.300915	
S.E. of regression	0.260403	Sum squared resid	4.611060	
F-statistic	8.798650	Durbin-Watson stat	1.694614	
Prob(F-statistic)	0.000052			