

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, KEBIJAKAN DIVIDEN DAN UKURAN PERUSAHAAN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PADA INDUSTRI MANUFAKTUR
YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2009-2011**

LANY INDRIANA WIYONO

**Jurusan Manajemen Fakultas Bisnis Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya
lannyindriana_9073@yahoo.com**

ABSTRACT

The primary goal of the company is to maximize firm value through increased prosperity owners or shareholders, so that shareholders will invest capital to the company. This research aims to examine the effect of dividend policy, ownership structure includes managerial ownership and institutional ownership, and firm size towards value of the firms. This study uses secondary data of 23 companies listed in Indonesia Stock Exchange during the three year period from 2009 to 2011 as the samples and have to meet certain criteria. The results show that institutional ownership, dividend policy and firm size affects firm value. Insider ownership is not only a significant effect on firm value.

Key words: Ownership Structure, dividend policy, firm size, and value of the firm

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996), sehingga para pemegang saham akan menginvestasikan modalnya kepada perusahaan tersebut (Haruman, 2008). Namun, tidak jarang pihak manajemen mempunyai tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Oleh karena hal itu, timbulah konflik kepentingan diantara para manajer dengan pemegang saham atau pemilik. Pengaruh dari konflik antara pemilik dan manajer ini akan menyebabkan harga pasar terkoreksi dan menurunkan nilai perusahaan, kerugian ini merupakan *agency cost of equity* bagi perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Selain itu, konflik kepentingan juga terjadi antara pemegang saham dengan *debtholder*. Konflik ini terjadi karena *insiders* mengambil proyek yang risikonya lebih besar dari yang diperkirakan kreditur. Sedangkan keuntungan yang diterima dalam bentuk bunga hutang sifatnya tetap dibandingkan dengan pemegang saham dan kreditur ikut menanggung kerugian jika proyek tersebut gagal.

Adanya informasi asimetri antara manajer sebagai pengelola perusahaan dengan investor, menjadikan manajer lebih banyak mengetahui kondisi dan prospek perusahaan dari pada investor. Kondisi tersebut disebut dengan *signaling theory*. *Signaling theory*, merupakan teori yang menjelaskan persepsi investor luar tentang prospek perusahaan akibat adanya *corporate action* (Ross 1977, 1978).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), perusahaan yang semakin besar akan berpotensi terkena *agency problems* sebagai akibat adanya pemisahan antara fungsi pengambil keputusan dan penanggung resiko (*risk beating*). Dalam keadaan ini, manajer mempunyai kecenderungan untuk melakukan konsumsi atas keuntungan tambahan secara berlebihan. Untuk meminimalkan konflik antara *insider* dan pemegang saham eksternal, maka diperlukan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait. Mekanisme untuk mengurangi *agency conflict* adalah dengan meningkatkan *insiders ownership*.

Menurut Moh'd et al (1998) ada aspek lain dari struktur kepemilikan yang juga berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan yang harus dipertimbangkan untuk mengurangi *agency cost* yaitu bentuk distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investors* dan *shareholders dispersion*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Dengan adanya konsentrasi kepemilikan, pemegang saham dapat mengawasi manajer dengan lebih baik (Shleifer dan Vishny, 1986).

Menurut Rozeff (1982) pembayaran dividen merupakan bagian dari *monitoring* perusahaan. Perusahaan cenderung membayar dividen yang lebih besar jika *insiders* memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Easterbook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen hampir identik dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Hasil penelitian menunjukkan hasil yang berbeda apakah kebijakan dividen akan mempengaruhi secara positif terhadap nilai perusahaan atau mempengaruhi secara negatif terhadap nilai perusahaan. Karena hal tersebut berkaitan dengan preferensi masing-masing investor. Ada investor yang menyukai pembagian dividen yang besar sehingga *retained earning* menjadi lebih kecil dan ada sebagian yang

lain lebih menyukai pembayaran dividen yang kecil atau bahkan tidak membayar dividen karena lebih menyukai jika laba yang diperoleh ditanamkan kembali dalam investasi yang menguntungkan.

TINJAUAN PUSTAKA

Landasan Teori

1. Kepemilikan *Insiders*

Dalam *agency theory*, hubungan antara pemegang saham dengan manajer digambarkan sebagai hubungan antara agen dengan *principal*. Manajer sebagai agen dan pemilik perusahaan sebagai *principal*. Agen diberikan mandat atau kepercayaan oleh *principal* untuk menjalankan bisnis perusahaan demi kepentingan *principal*. Menurut Jensen dan Meckling (1976) investasi saham manajerial merupakan salah satu faktor penentu untuk struktur modal perusahaan. Jika kepemilikan *insiders* di dalam perusahaan meningkat, maka meningkatnya hutang akan semakin menarik, karena hutang akan meningkatkan harga saham, dengan demikian meningkatkan nilai pemegang saham.

2. Kepemilikan Institusional

Moh'd et.al (1998) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham antar pemegang saham dari luar yaitu *institutional investors* dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan dapat mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran *power* merupakan sesuatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan investor institusional dalam bentuk perusahaan akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiders*.

3. Kebijakan Dividen

Menurut Sunariyah (2004:48) dividen adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Berdasarkan kedua pendapat tersebut, maka dapat dikatakan bahwa dividen merupakan proporsi pembagian laba yang diperoleh perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham perusahaan. Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Weston dan Brigham, 1994).

4. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan mencerminkan besar kecilnya perusahaan yang tampak dalam nilai total aset perusahaan pada neraca akhir tahun (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Semakin besar total aset maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. Ketersediaan dana dalam jumlah yang besar akan membuat pengelolaan dan pemeliharaan *intellectual capital* menjadi semakin optimal dan akan menghasilkan kinerja *intellectual capital* yang lebih tinggi.

5. Nilai Perusahaan

Teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power* dari aset perusahaan. Semakin tinggi *earnings power* semakin efisien perputaran aset dan semakin tinggi profit margin yang diperoleh perusahaan. Nilai perusahaan juga dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham.

Pengaruh Kepemilikan *Insider* terhadap Nilai Perusahaan

Pada perusahaan tertentu untuk memotivasi kinerja manajer, mulai menerapkan strategi atau kebijakan kepemilikan manajerial. Kebijakan ini dimaksudkan untuk memberi kesempatan manajer terlibat dalam kepemilikan saham sehingga dengan keterlibatan ini kedudukan manajer sejajar dengan pemegang saham. Dengan demikian diharapkan dengan adanya keterlibatan manajer pada kepemilikan saham dapat efektif untuk meningkatkan kinerja manajer.

H 1: Kepemilikan *insider* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan *Institutional* terhadap Nilai Perusahaan

Menurut Faisal (2003) kepemilikan institusional merupakan pihak yang memonitor perusahaan. Dengan kepemilikan institusi yang besar mengidentifikasi kemampuannya untuk memonitor manajemen lebih besar. Artinya semakin besar kepemilikan institusi maka semakin efisiensi pemanfaatan aktiva perusahaan sehingga dapat mencegah tindakan pemborosan yang dilakukan manajemen dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

H 2: Kepemilikan *institutional* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Menurut Rozeff (1982) pembayaran dividen merupakan bagian dari *monitoring* perusahaan. Perusahaan cenderung membayar dividen yang lebih besar jika *insiders* memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Hal ini berkaitan dengan preferensi masing-masing investor. Ada investor yang menyukai pembagian dividen yang besar karena menunjukkan kinerja perusahaan yang baik dan ada sebagian yang lain lebih menyukai

pembayaran dividen yang kecil atau bahkan tidak membayar dividen karena lebih menyukai jika laba yang diperoleh ditanamkan kembali dalam investasi yang menguntungkan.

H 3: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Dengan semakin besar ukuran perusahaan, maka banyak investor yang menaruh perhatian pada perusahaan tersebut. Hal ini menjadi penyebab atas naiknya harga saham perusahaan di pasar modal. Investor memiliki ekspektasi yang besar terhadap perusahaan besar. Peningkatan tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dianggap memiliki nilai yang lebih besar.

H 4: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang termasuk kelompok industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sedangkan pemilihan sampel dalam penelitian ini ditentukan dengan metode purposive sampling yang dipilih berdasarkan kriteria sesuai dengan tujuan penelitian yaitu yang memiliki data mengenai kepemilikan manajerial.

Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan *price book value* (PBV) yang mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan perusahaan industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Price book value* (PBV) dapat dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Nilai Pasar Ekuitas}}{\text{Nilai Buku Ekuitas}}$$

Variabel independen, yaitu struktur kepemilikan, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan. Kepemilikan *insider* diprosikan dengan saham perusahaan yang dimiliki oleh manajerial. Variabel tersebut diukur dengan menggunakan dummy. Kategori 1 dan untuk perusahaan yang tidak ada kepemilikan manajerialnya akan diberi kategori 0.

Kepemilikan institutional menggunakan angka prosentase. Kepemilikan institutional berarti kepemilikan saham oleh pihak institusi perusahaan. *Blockholder* adalah kepemilikan saham oleh perseorangan dengan nilai diatas 5% dan perseorangan tersebut tidak masuk di jajaran manajemen.

Kebijakan dividen terhadap suatu perusahaan diprosikan dengan menggunakan DPS (*dividend per share*). Dividen merupakan pembagian sisa laba perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham.

$$DPS = \frac{\text{Nilai Dividen Total}}{\text{Jumlah Rata-rata Saham Biasa yang Beredar}}$$

Ukuran perusahaan merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan yang tampak dalam nilai total aset perusahaan. Penelitian ini menggunakan ukuran perusahaan yang dihitung dengan nilai *natural log* (ln) dari total asset perusahaan pada akhir tahun.

$$Firm\ size = \text{Logaritma Nature (LN) total asset} \times 100\%$$

PEMBAHASAN

Hasil Analisis Data

Model persamaan regresi yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$PBV = 8.076824 + (-0.775923)INSD + (-0.030998)INST + 0.168571DPS + (-0.179892)SIZE$$

Pembahasan di atas dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Nilai β_0 (konstanta) sebesar 8.076824 menunjukkan apabila semua variabel independen bernilai nol, maka nilai perusahaan adalah sebesar 8.076824.
2. Nilai β_1 sebesar -0.775923 tersebut mempunyai arti bila terjadi penurunan variabel kepemilikan *insider* dan kepemilikan institusional, *dividend per share* dan ukuran perusahaan tidak dianggap konstan, maka akan terjadi penurunan nilai perusahaan sebesar -0.775923.
3. Nilai β_2 sebesar -0.030998 tersebut mempunyai arti bila terjadi penurunan variabel kepemilikan institusional dan kepemilikan *inside*, *dividend per share* dan ukuran perusahaan tidak dianggap konstan, maka akan terjadi penurunan nilai perusahaan sebesar -0.030998.

4. Nilai β_3 sebesar 0.168571 tersebut mempunyai arti bila terjadi peningkatan variabel *dividend per share* dan kepemilikan *insider*, kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan dianggap konstan, maka akan terjadi peningkatan nilai perusahaan sebesar 0.168571.
5. Nilai β_4 sebesar -0.179892 tersebut mempunyai arti bila terjadi penurunan variabel ukuran perusahaan dan kepemilikan *insider*, kepemilikan institusional dan *dividend per share* tidak dianggap konstan, maka akan terjadi penurunan nilai perusahaan sebesar -0.179892.

Tabel 1
Hasil Uji Statistik dengan PBV sebagai Variabel Dependen

Variabel bebas	B	Sig.
Constant	8.076824	-
INSD	-0.775923	0.0551
INST	-0.030998	0.0477
DPS	0.168571	0.0385
SIZE	-0.179892	0.0428
Variabel Terikat	PBV	
R Square	0.167371	
F Hitung	3.216240	Sig : 0.018098

Hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa kepemilikan *insiders* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sama dengan penelitian dari Siallagan dan Machfoedz (2006) bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi akan menurunkan nilai perusahaan, karena kepemilikan manajerial yang ada tersaji secara konstan setiap tahun ataupun ada yang tidak konstan.

Hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Shcleiver dan Vischny bahwa kepemilikan institusional yang tinggi dapat bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan, sehingga manajer akan efisien dalam memanfaatkan asset perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dapat dikatakan bahwa besarnya dividen yang diberikan perusahaan kepada investor akan mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Durnev dan Kim (2003) bahwa semakin besar perusahaan akan memiliki nilai perusahaan yang semakin besar serta perusahaan besar pada umumnya lebih mudah mencari pembiayaan eksternal, memiliki informasi asimetris yang lebih kecil dan lebih mapan (*established*) daripada perusahaan kecil sehingga menarik bagi investor dan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan menguji kepemilikan *insider*, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, melalui uji regresi berganda. Sehingga dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Hasil analisis data dapat disimpulkan bahwa hipotesa pertama menyatakan bahwa kepemilikan *insiders* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dapat dilihat pada nilai koefisien regresi sebesar -0.775923 dan nilai signifikansi sebesar 0.0551 yang lebih besar dari $\alpha = 0,05$. Hasil ini menyimpulkan bahwa hipotesis pertama ditolak.
2. Hasil analisis data dapat disimpulkan bahwa hipotesa kedua menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dapat dilihat pada nilai koefisien regresi sebesar -0.030998 dan nilai signifikansi sebesar 0.0477 yang lebih kecil dari $\alpha = 0,05$. Hasil ini menyimpulkan bahwa hipotesis kedua ditolak.
3. Hasil analisis data dapat disimpulkan bahwa hipotesa ketiga menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dapat dilihat pada nilai koefisien regresi

sebesar 0.168571 dan nilai signifikansi sebesar 0.0385 yang lebih kecil dari $\alpha = 0,05$. Hasil ini menyimpulkan bahwa hipotesis ketiga dapat diterima.

4. Hasil analisis data dapat disimpulkan bahwa hipotesa keempat menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dapat dilihat pada nilai koefisien sebesar - 0.179892 dan nilai signifikansi sebesar 0.0428 yang lebih kecil dari $\alpha = 0,05$. Hasil ini menyimpulkan bahwa hipotesis keempat ditolak.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian maka dapat diberikan saran sebagai berikut :

1. Untuk penelitian berikutnya diharapkan dapat menambah variabel-variabel lain selain kepemilikan institusional, *dividend per share*, dan ukuran perusahaan agar dapat diteliti pengaruhnya.
2. Untuk penelitian berikutnya disarankan menggunakan data time series yang lebih panjang. Selain itu peneliti dapat menambah variabel independen seperti kinerja keuangan sehingga hasil menjadi lebih baik dan akurat.
3. Jumlah sampel yang relatif kecil yaitu 23 perusahaan diambil secara acak dari banyak perusahaan yang memiliki *dividend per share* yang terdaftar di BEI. Karena untuk mengetahui seberapa signifikannya perusahaan itu agar dapat dipakai kedepannya. Oleh karena itu sebaiknya penelitian kedepan diharapkan dapat memperbanyak jumlah sampel dan dengan menggunakan alat ukur yang berbeda agar dapat diketahui pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.
4. Penelitian ini hanya dibatasi pada perusahaan industri manufaktur, sehingga penarikan kesimpulan tidak dapat diperluas untuk kategori lain, seperti industri jasa, industri properti dan industri keuangan. Keterbatasan yang lain terutama pada segi alat analisis, sehingga hasil pembahasan masih belum mencerminkan kesimpulan yang bersifat khusus pada perusahaan manufaktur.

UCAPAN TERIMA KASIH: Penelitian ini tidak dapat terselesaikan tanpa bantuan dari dosen-dosen pembimbing, Herlina Y. Roida, SE., M.Com dan Drs. Ec. Siprianus Jeffrey Sunur. Terima kasih atas bimbingannya sehingga penelitian ini dapat memberi hasil yang dapat berguna bagi banyak pihak.

REFERENSI

- Abdullah, Faisal., 2003, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Malang : UMM Press.
- Durnev, A., and Kim, E.H., 2003, *To Steal or Not to Steal: Firm Attributes. Legal Environment and Valuation*. Working Paper.
- Haruman, Tendi, 2008, Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi XI*, Pontianak.
- Jensen, Meckling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, pp. 305-360.
- Modigliani, F., and Miller, M. H., 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. XLVIII, No.3, pp. 261-297.
- Moh'd, M. A., Perry, Rimbey, 1998, The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross Sectional Analysis, *Financial Review*, August, Vol. 33, pp. 85-99.
- Sujoko dan Soebiantoro, 2007, Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9. No. 1. Maret, hal. 41-48.
- Sunariyah, 2004, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Cetakan keempat. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Wahyudi, U dan Hartini, 2006, "Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan : Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Inverting", *Simposium Nasional Akuntansi*, Padang.
- Wijaya, Lihan., Rini, P., dan Anas, W., 2010, *Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan*, Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto 1010.