

**IMPLIKASI STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN
KEPUTUSAN KEUANGAN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING
(SEKTOR MANUFAKTUR BEI)**

The Implications of Ownership Structure on Companies Value with Financial Decision as Intervening Variable Manufacturing Sector in Indonesia Stock Exchange

Syamsul Bakhtiar Ass, Cepi Pahlevi, Abdul Razak Munir

Manajemen dan Keuangan, Universitas Hasanuddin, Makassar

(E-Mail: syamsulbakhtiarassagaf@gmail.com)

ABSTRAK

Nilai perusahaan merupakan salah satu acuan para *shareholder* sebelum menanamkan modalnya pada suatu perusahaan dan nilai perusahaan tidak terlepas dari pengaruh pengambilan keputusan keuangan oleh pemilik perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Sampel dalam penelitian ini terdiri dari 34 dari 141 perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI selama periode 2010-2014, metode penelitian menggunakan model persamaan *structural equation model* (SEM) dengan bantuan perangkat lunak AMOS 16,0. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap keputusan pendanaan, kebijakan deviden dan nilai perusahaan tetapi tidak pada keputusan investasi. Keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya keputusan investasi dan keputusan pendanaan dan kebijakan deviden dapat berfungsi sebagai variabel intervening dalam pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: Struktur Kepemilikan, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

ABSTRACT

The value of the company is one of the shareholders reference before investing in a company and the company's value can not be separated from the influence of financial decision of by the owner of the company. The aim of the research was to find out the implication of ownership structure on companies' value with financial decision as intervening variable in manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange. The samples consist of 34 manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange during the period of 2010-2014. The research method used structural equation model (SEM) with the help of software AMOS 16,0. The Result of the research indicate that ownership structure affects funding decision, dividen policy, and companies' value, but it does not affect investment decision. Investment decision, funding decision, and dividen policy affect companies' value. Furthermore, investment decision, funding decision and dividen policy can function as intervening variable in the effect of ownership structure on companies' value.

Keywords: Ownership Structure, Investment Decisions, Funding Decisions, Dividen Policy and Corporate Values

PENDAHULUAN

Dari tahun ke tahun perekonomian di Indonesia semakin berkembang sehingga mempengaruhi laju ekonomi secara agregat

(makro). Salah satu faktor yang sangat mempengaruhi perkembangan perekonomian di Indonesia yaitu adanya kebijakan yang dikeluarkan oleh pemerintah tentang penanaman modal. Kebijakan dari pemerintah tersebut untuk

mencapai sasaran pembangunan industri sebagai bagian dari pembangunan industri nasional jangka panjang dan menyambut *ASEAN Economic Community 2015* dimana industri dalam negeri benar-benar diharapkan dapat mempersiapkan diri secara matang hingga dapat bersaing secara terbuka dengan produk industri negara ASEAN lainnya.

Dari kebijakan tersebut sehingga perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia akan mempunyai kesempatan yang sama untuk memperoleh dana investasi baik yang berasal dari dalam negeri maupun luar negeri (asing). Sebelum pihak investor melakukan investasi, *shareholders* akan menganalisis terlebih dahulu perusahaan-perusahaan yang mampu memberikan *return* yang tinggi dan keberlangsungan hidup perusahaan untuk kemakmuran para *shareholders*. Nilai perusahaan biasanya sering menjadi acuan para *shareholders* sebelum mereka menanamkan modalnya pada sebuah perusahaan karena semakin tinggi nilai perusahaan, maka kesejahteraan pemilik perusahaan akan semakin tinggi (Ansori & Denice, 2010).

Untuk memperoleh harga pasar saham yang tinggi tidak terlepas dari keputusan-keputusan yang diambil oleh pihak *shareholder* terutama keputusan keuangan dimana Jensen & Mecklin (1976), menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti hutang, *warran*, maupun saham *preferen*. Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan manajemen keuangan, di mana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama & French, 1998). Menurut Hasnawati (2005), manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen.

Keputusan keuangan yang akan diambil oleh perusahaan ditentukan oleh *shareholders* untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu mensejahterahkan pemegang saham yang merupakan *principal* dan pengelolaan perusahaan yang diserahkan kepada manajemen selaku *agent*.

Atau dengan kata lain, manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Pada kenyataannya tidak jarang pihak manajemen yaitu manajer perusahaan mempunyai tujuan dan kepentingan lain yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan dan sering mengabaikan kepentingan pemegang saham sehingga timbul masalah keagenan (Permanasari & Ika, 2010). Perbedaan kepentingan antara pemegang saham (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) mengakibatkan timbulnya konflik yang biasa disebut *agency conflict*.

Berdasarkan uraian yang telah dipaparkan sehingga Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel *intervening* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

BAHAN DAN METODE

Lokasi dan Rancangan Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif, penelitian kuantitatif adalah mengembangkan dan menggunakan model-model matematis, teori-teori dan/atau hipotesis yang berkaitan dengan fenomena.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode tahun 2010-2014 sebanyak 141 perusahaan dengan jumlah sampel sebanyak 34 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *Non random Sampling* dengan metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan tujuan penelitian yang telah ditetapkan. Perusahaan *go public* yang terdaftar secara berturut-turut di BEI, bukan perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lainnya, laporan keuangan perusahaan tidak menunjukkan adanya saldo total ekuitas negatif dan perusahaan membagikan dividen selama 5 tahun berturut-turut pada periode observasi tahun 2010 - 2014.

Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah observasi non prilaku.

Observasi non prilaku adalah metode pengumpulan data dimana peneliti tidak terlibat dan hanya sebagai pengamat *independen*. Dengan metode ini semua data diperoleh melalui pengumpulan data dengan cara mengamati, mencatat serta mempelajari uraian – uraian dari buku – buku, karya ilmiah berupa jurnal, tesis dan dokumen – dokumen yang terdapat dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 2010 - 2014 dan *Annual Report* perusahaan yang terdaftar di BEI.

Variabel Penelitian

Variabel endogen (*endogenous variable*) yaitu variabel yang dipengaruhi oleh variabel eksogen dan merupakan variabel antara artinya variabel endogen juga dapat mempengaruhi variabel endogen lain dalam suatu model. Adapun variabel endogen dalam penelitian ini adalah keputusan investasi (Y1), keputusan Pendanaan (Y2), kebijakan deviden (Y3), dan nilai perusahaan (Y4).

Variabel eksogen adalah variabel yang secara bebas berpengaruh terhadap variabel endogen dalam suatu model. Adapun variabel yang menjadi variabel eksogen adalah struktur kepemilikan (X).

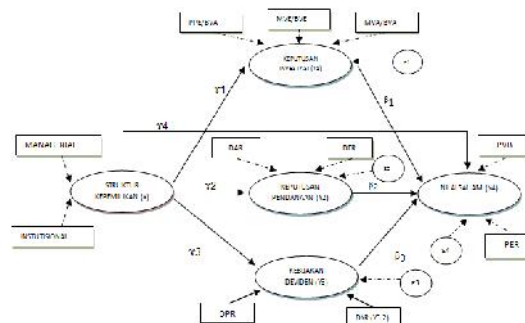
Variabel manifest (variable observed / indikator) adalah variabel yang dapat diukur secara langsung. Variabel manifest dalam penelitian ini meliputi struktur kepemilikan institusional (X1), Kepemilikan Manajerial (X2), PPE/BVA (Y1.1), MVE/BVE (Y1.2), MVA/BVA (Y1.3), DAR (Y2.1), DER (Y2.2), DPR (Y3.1), DYR (Y3.2), PVB (Y4.1) dan PER (Y4.2)

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan untuk membahas permasalahan dalam penelitian ini adalah *Structural Equation Model (SEM)*. Model Persamaan Struktural atau *Structural Equation Model (SEM)* adalah teknik-teknik statistika yang memungkinkan pengujian suatu rangkaian hubungan yang relatif kompleks secara simultan (Ghozali, 2007). Hubungan yang kompleks dapat dibangun antara satu atau beberapa variabel dependen dengan satu atau beberapa variabel independen. Mungkin juga terdapat suatu variabel yang berperan ganda yaitu sebagai variabel independen pada suatu hubungan, namun menjadi variabel dependen pada hubungan lain mengingat

adanya hubungan kausalitas yang berjenjang. Kerangka konseptual atau alur pikir dalam penelitian ini dapat dilihat pada **gambar 1** yang memperlihatkan model diagram alur penelitian.

Gambar 1. Model Diagram Alur



Paradigma penelitian yang dinyatakan dalam bentuk persamaan struktural adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 Y1 &= 1 X1 + \dots \text{Persamaan 1} \\
 Y2 &= 2 X1 + \dots \text{Persamaan 2} \\
 Y3 &= 3 X1 + \dots \text{Persamaan 3} \\
 Y4 &= 4 X1 + 1 Y1 + 2 Y2 + 3 Y3 + \dots \text{Persamaan 4}
 \end{aligned}$$

Dimana :

- : Koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel *eksogen* ke variabel *endogen*. Seperti dari X1 ke Y1, X1 ke Y2, dan X1 ke Y3.
- β : Koefisien jalur yang menjelaskan pengaruh dari variabel *endogen* ke variabel *endogen* lainnya. Seperti Y1 ke Y4 , Y2 ke Y4 dan Y3 ke Y4.
- : Residual variable yang berkaitan dengan variabel *endogen*.

Asumsi-Asumsi Structural Equation Model (SEM)

Dalam menggunakan SEM pengambilan sampel sebaiknya dengan metode pengambilan sampel jenuh atau secara sensus. Selanjutnya apabila jumlah populasi tidak dapat diketahui ukuran sampel yang harus dipenuhi adalah minimum berjumlah 100 dan selanjutnya menggunakan perbandingan 5 observasi untuk setiap *estimated parameter*. Karena itu bila kita mengembangkan model dengan 20 parameter, maka minimum sampel yang harus digunakan adalah sebanyak 100 sampel, namun Jika jumlah

anggota populasi sedikit maka seluruh anggota populasi adalah jumlah sampelnya.

Sebaran data harus dianalisis untuk melihat apakah asumsi normalitas dipenuhi sehingga data dapat diolah lebih lanjut untuk pemodelan SEM ini. Normalitas dapat diuji dengan melihat gambar histogram data atau dapat diuji dengan metode-metode statistik uji normalitas ini perlu dilakukan baik untuk normalitas terhadap data tunggal maupun normalitas multivariat di mana beberapa variabel digunakan sekaligus dalam analisis akhir. Uji linearitas dapat dilakukan dengan mengamati *scatterplots* dari data yaitu dengan memilih pasangan data dan dilihat pola penyebarannya untuk menduga ada tidaknya linearitas.

Outliers adalah observasi yang muncul dengan nilai-nilai ekstrim baik secara univariat maupun multivariat yaitu yang muncul karena kombinasi karakteristik unik yang dimilikinya dan terlihat sangat jauh berbeda dari observasi lainnya. Selain itu, dapat diadakan perlakuan khusus pada outliers ini asal diketahui bagaimana munculnya *outliers* itu. *Multikolinearitas* dapat dideteksi dari determinan matriks kovarians. Nilai determinan matriks kovarians yang sangat kecil (*extremely small*) memberi indikasi adanya *problem multikolinearitas* atau singularitas.

Setelah asumsi-asumsi SEM dilihat, hal berikutnya adalah menentukan kriteria yang akan digunakan untuk mengevaluasi model dan pengaruh-pengaruh yang ditampilkan dalam model pada **tabel 1**.

Tabel 1. Indeks Pengujian *Goodness-Of-Fit*

<i>Goodness of Fit Measure</i>	Nilai Kritis (<i>Cut of Value</i>)
<i>Chi Square</i> (χ^2)	Diharapkan kecil
<i>Significance Probability</i>	$\geq 0,05$
RMSEA	$\leq 0,08$
GFI	$\geq 0,09$
AGFI	$\geq 0,09$
TLI	$\geq 0,95$

Sumber : Ansori & Denica (2010)

HASIL PENELITIAN

Hasil *regression weights* merupakan *output* dari perhitungan statistik menggunakan SEM AMOS 16,0. Hasil dari *regression weights* tersebut dapat dilihat pada **tabel 2**.

Tabel 2. Hasil *Regression Weights*

Variabel	Estimate	S.E.	C.R.	P
Y1 ← X	,002	,048	,031	,975
Y2 ← X	-,024	,775	-,032	,005
Y3 ← X	-,001	,028	-,031	,005
Y4 ← X	-,302	9,590	-,032	,005
Y4 ← Y1	101,120	88,805	1,139	,003
Y4 ← Y2	-5,569	3,119	-1,786	,001
Y4 ← Y3	-109,758	102,360	-1,072	,003

Sumber : Output SEM AMOS 16,0 2015

Dari tabel 2 diperoleh persamaan struktural selama dari penelitian selama periode tahun 2010 sampai tahun 2014 sebagai berikut :

$$Y1 = 1 X + \dots \text{Persamaan 1}$$

$$Y2 = -0,24X \dots \text{Persamaan 2}$$

$$Y3 = -0,001X \dots \text{Persamaan 3}$$

$$Y4 = -0,302X + 101,120Y1 - 5,569Y2 - 109,758Y3 \dots \text{Persamaan 4}$$

Selanjutnya akan diperlihatkan hasil pengujian *goodness of fit* seperti tampak pada **tabel 3** dapat dilihat nilai *chi-square* sebesar 66,231, dari tabel nilai *chi-square* nilainya cukup tinggi tapi dengan nilai *degree of freedom* yang tinggi maka akan mengurangi nilai *chi-square* sehingga akan menjadi fit. Selanjutnya dapat dilihat bahwa nilai *significance probability* sebesar 0,002 yang berarti bahwa nilai tersebut signifikan karena nilainya lebih kecil dari 0,005. Kriteria lain dari *goodness of fit* yang menandakan bahwa model layak diteliti yaitu nilai dari GFI, AGFI dan TLI dimana ke tiga nilai tersebut masuk ke dalam kriteria cukup fit karena mendekati nilai kritis atau *cut off* dimana nilai GFI sebesar 0,772, AGFI sebesar 0,594 dan TLI sebesar 0,812 sedangkan *cut off* harus lebih besar dari 0,90. Oleh karena nilai AGFI, GFI dan TLI berada dalam kriteria cukup fit sehingga layak untuk ditindak lanjuti.

Tabel 3. Hasil Pengujian *Goodness-of-Fit*

<i>Goodness of Fit Measure</i>	Nilai Kritis (<i>Cut of Value</i>)	Hasil	Keterangan
<i>Chi square</i>	Diharapkan tidak signifikan	66,231	Fit
<i>Significance Probability</i>	$\leq 0,05$	0,002	Significant
RMSEA	Diantara 0,05-0,08	0,155	Cukup Fit
GFI	$> 0,90$	0,772	Cukup Fit
AGFI	$\geq 0,90$	0,594	Cukup Fit
TLI	$\geq 0,95$	0,812	Cukup Fit

Sumber : Output SEM AMOS 16,0 2015

Tabel 4. Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Variabel	Estimate	S.E.	C.R.	P	Keterangan
Pengaruh Langsung						
H1	Y1 <--- X	,002	,048	,031	,975	Ditolak
H2	Y2 <--- X	-,024	,775	-,032	,005	Diterima
H3	Y3 <--- X	-,001	,028	-,041	,005	Diterima
H4	Y4 <--- X	-,302	9,590	-,032	,005	Diterima
H5	Y4 <--- Y1	101,120	88,805	1,839	,003	Diterima
H6	Y4 <--- Y2	5,569	3,119	1,680	,001	Diterima
H7	Y4 <--- Y3	-109,758	102,360	-1,072	,003	Diterima
Pengaruh Tidak Langsung						
		Total Koefisien		Koefisien v4		Keterangan
H8	X Y1 Y4		2,5404		-0,302	Diterima
H9	X Y2 Y4		0,6516		-0,302	Diterima
H10	X Y3 Y4		0,6277		-0,302	Diterima

Sumber : Output SEM AMOS 16,0 2015

Dari **tabel 4** dapat diketahui bahwa dari ke tiga keputusan keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden hanya keputusan investasi yang tidak diperuhi oleh struktur kepemilikan karena nilai t hitung sebesar 0,031 lebih kecil dari nilai t tabel yaitu 1,687 yang diperoleh dari nilai *degree of freedom* sebesar 32. Selanjutnya pengaruh keputusan keuangan dalam hal ini keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden semuanya berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut dikarenakan ke tiga nilai t hitung keputusan keuangan lebih besar dari nilai t tabel dan nilai P ke tiganya lebih kecil dari 0,005 sehingga dinyatakan ke tiganya berpengaruh.

Dari tabel hasil pengujian hipotesis juga dapat diketahui bahwa ke tiga keputusan keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden dapat berfungsi sebagai variabel intervening antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan. Hal tersebut dikarenakan nilai total koefisien lebih besar dari nilai koefisien pengaruh langsung struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan.

PEMBAHASAN

Dari hasil perhitungan statistik menggunakan SEM AMOS 16,0 diketahui bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi. Hal ini dapat dilihat dari nilai C.R = 0,031 ($P = 0,975 > 0,05$) atau dengan kata lain bahwa nilai t hitung sebesar 0,031 yang lebih kecil dari t-tabel yang sebesar 1,687. Artinya bahwa kepemilikan institusional tidak mempengaruhi semua keputusan keuangan atau dengan kata lain bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi sesuai penelitian Wahyudi & Pawestri (2006) yang memperoleh hasil penelitian dengan tingkat signifikansi 0,681 dan koefisien determinan (R^2) 0,107 dengan tingkat signifikansi 0,00. Maka H_0

diterima dan H_1 ditolak, artinya tidak terdapat pengaruh antara struktur kepemilikan dengan keputusan investasi. Hipotesis H_1 , terdapat pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan investasi ditolak.

Pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan pendanaan menunjukkan arah negatif dan tidak signifikan antara struktur kepemilikan dengan keputusan pendanaan. Hal ini ditunjukkan oleh nilai C.R = -0,032 ($P = 0,05 > 0,05$) atau dengan kata lain bahwa nilai t-hitung sebesar -0,032 yang lebih besar dari nilai t-tabel sebesar -1,687 dengan koefisien pengaruh sebesar -0,024, artinya bahwa semakin tinggi struktur kepemilikan maka semakin rendah hutang perusahaan sesuai dengan penelitian Crutchley *et al* (1999), hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai signifikan variabel kepemilikan institusional sebesar 0,026 lebih kecil dari 0,05. Maka H_0 ditolak dan H_2 diterima, artinya terdapat pengaruh yang negatif dan signifikan antara struktur kepemilikan dengan keputusan pendanaan. Hipotesis H_2 , terdapat pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan pendanaan diterima.

Pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan deviden menunjukkan arah negatif dan tidak signifikan. Hal ini ditunjukkan nilai C.R = -0,031 ($P = 0,05 > 0,05$) atau dengan kata lain bahwa nilai t-hitung sebesar -0,031 yang lebih besar dari nilai t-tabel sebesar -1,687 dengan koefisien pengaruh sebesar -0,001, artinya semakin tinggi struktur kepemilikan saham maka semakin rendah deviden yang dibagikan (Brigham & Gapenski, 2001). Maka H_0 ditolak dan H_3 diterima, artinya terdapat pengaruh yang negatif tetapi tidak signifikan antara struktur kepemilikan dengan kebijakan deviden. Hipotesis H_3 , terdapat pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan deviden diterima.

Struktur kepemilikan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini ditunjukkan dari nilai C.R = -0,032 ($P = 0,05 > 0,05$) atau dengan kata lain bahwa nilai t hitung sebesar -0,032 lebih besar dari nilai t tabel sebesar -1,687 dengan koefisien pengaruh sebesar -0,302, artinya bahwa semakin tinggi struktur kepemilikan maka nilai perusahaan akan semakin menurun (Sujoko & Ugy, 2007). Maka H_0 ditolak dan H_4 diterima, artinya terdapat pengaruh yang negatif dan signifikan antara struktur kepemilikan

dengan nilai perusahaan. Hipotesis H4, terdapat pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan diterima.

Keputusan investasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini ditunjukkan dari nilai C.R = 1,839 ($P = 0,003 < 0,005$) atau dengan kata lain nilai t hitung sebesar 1,838 yang lebih besar dari t tabel sebesar 1.687 dan koefisien pengaruh sebesar 101.120, artinya semakin tinggi investasi maka akan meningkatkan nilai perusahaan dan mendukung teori persinyalan (Fama & French, 1998). Maka H_0 ditolak dan H_5 diterima, artinya terdapat pengaruh yang positif dan signifikan antara keputusan investasi dengan nilai perusahaan. Hipotesis H5, terdapat pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan diterima.

Keputusan pendanaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini ditunjukkan dari nilai C.R = -1,680 ($P = 0,001 < 0,05$) atau dengan kata lain t hitung sebesar -1.680 yang lebih besar dari t tabel sebesar -1.687 dan koefisien pengaruh sebesar -5.569, artinya bahwa semakin tinggi pendanaan dalam hal ini hutang maka akan menurunkan nilai perusahaan (Miller & Modigliani, 1961). Maka H_0 ditolak dan H_6 diterima, artinya terdapat pengaruh tetapi negatif dan signifikan antara keputusan pendanaan dengan nilai perusahaan. Hipotesis H6, terdapat pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan diterima.

Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini ditunjukkan dari nilai C.R = -1,072 ($P = 0,03 < 0,05$) atau dengan kata lain nilai t hitung sebesar -1.072 lebih besar dari t tabel sebesar -1.687, artinya semakin besar dividen yang dibagikan maka akan menurunkan nilai perusahaan dan hasil penelitian ini sesuai dengan *contacting theory* (Sukmawati, 2000). Maka H_0 ditolak dan H_7 diterima, artinya terdapat pengaruh antara kebijakan deviden dengan nilai perusahaan. Hipotesis H7, terdapat pengaruh kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan diterima.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan investasi berfungsi sebagai variabel intervening dalam hubungannya antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan. Hal tersebut dapat dilihat dari hasil perhitungan nilai perusahaan dimana total koefisien lebih besar dibandingkan koefisien langsung antara struktur

kepemilikan dengan nilai perusahaan yaitu 2,5404 > -0,302 dimana total koefisien yaitu ($4 + 1 \cdot 1$) dan koefisien langsung yaitu 4. Berdasarkan uraian pembahasan maka dapat dikatakan bahwa meskipun struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi tetapi keputusan investasi sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena dengan adanya investasi memperlihatkan bahwa perusahaan dalam pertumbuhan yang bagus sehingga pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening sangat berpengaruh. Maka H_0 ditolak dan H_8 diterima, artinya terdapat pengaruh antara struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan investasi sebagai variabel intervening. Hipotesis H8, terdapat pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan investasi sebagai variabel intervening diterima.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berfungsi sebagai variabel intervening dalam hubungannya antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan. Hal tersebut dapat dilihat dari hasil perhitungan nilai perusahaan dimana total koefisien lebih besar dibandingkan koefisien langsung antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan yaitu 0,6517 > -0,302 dimana total koefisien yaitu ($4 + 2 \cdot 2$) dan koefisien langsung yaitu 4. Dari uraian pembahasan dapat dikatakan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi akan mengurangi pemakaian hutang dan hutang yang rendah dapat meningkatkan nilai perusahaan karena merupakan *good news* bagi para pihak investor karena perusahaan mampu menjaga tingkat hutang pada nilai optimal, oleh karena itu, pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan pendanaan sebagai variabel intervening sangat berpengaruh. Maka H_0 ditolak dan H_9 diterima, artinya terdapat pengaruh antara struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan pendanaan sebagai variabel intervening. Hipotesis H9, terdapat pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan pendanaan sebagai variabel intervening diterima.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berfungsi sebagai variabel intervening dalam hubungannya antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan. Hal tersebut

dapat dilihat dari hasil perhitungan nilai perusahaan dimana total koefisien lebih besar dibandingkan koefisien langsung antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan yaitu $0,6277 > -0,302$ dimana total koefisien yaitu $(4 + 3) = 7$ dan koefisien langsung yaitu 4 . Dari uraian pembahasan dapat diketahui bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka deviden yang dibagikan akan semakin sedikit dikarenakan kontrol institusional yang sangat besar sehingga mengurangi *agency cost* atau dengan kata lain bahwa tidak terjadi tindakan-tindakan negatif yang dilakukan oleh manajer terutama dalam penggunaan dana perusahaan. Selanjutnya pembagian deviden yang rendah akan meningkatkan nilai perusahaan disebabkan karena perusahaan mempergunakan laba yang ditahan untuk berinvestasi yang merupakan *good news* bagi para pihak investor pertumbuhan perusahaan yang tinggi dan dengan investasi tersebut akan mendatangkan *net present value* yang tinggi bagi pemilik perusahaan. Maka H_0 ditolak dan H_1 diterima, artinya terdapat pengaruh antara struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan deviden sebagai variabel intervening. Hipotesis H_{10} , terdapat pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan deviden sebagai variabel intervening diterima.

KESIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa: 1) Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden hanya dua yang dipengaruhi oleh struktur kepemilikan yaitu keputusan pendanaan dan kebijakan deviden sedangkan keputusan investasi tidak dipengaruhi oleh struktur kepemilikan; 2) Keputusan keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden dimana ketiganya berpengaruh terhadap nilai perusahaan; 3) Keputusan keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden dimana ketiganya dapat berfungsi sebagai variabel intervening dalam pengaruhnya struktur kepemilikan terhadap perusahaan. Saran yang direkomendasikan dalam penelitian ini yaitu bahwa masih banyak terdapat indikator-indikator dalam variabel penelitian yang

tidak dimasukkan dalam model sehingga untuk penelitiannya selanjutnya agar semua indikator dapat dimasukkan. Selanjutnya bahwa dalam pengambilan keputusan untuk melakukan investor kepada suatu perusahaan harus betul-betul memperhatikan nilai perusahaan yang sangat dipengaruhi oleh keputusan keuangan dan struktur kepemilikan, tetapi pada kenyataan yang terjadi diketahui bahwa nilai perusahaan sewaktu waktu berubah dan setiap saat sedangkan keputusan keuangan sendiri ditetapkan hanya pada waktu-waktu tertentu saja.

DAFTAR PUSTAKA

- Ansori M. & Denica. (2010). Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index : Studi pada Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Analisis Manajemen*. Vol. 4, No. 2, Juli 2010, Hlm. 153-175.
- Brigham & Gapenski. (2001). *Fundamentals of financial management*. Ninth Edition, Horcourt College, United States of America.
- Crutchley et al. (1999). Agency problems and The simultaneity of financial decision making the role of institutional ownership. *International Review of Financial Analysis*; 8:2, pp. 177-197.
- Fama E.F. & French K.R. (1998). Taxes, financing decision, and firm value, *The Journal of Finance*. Vol. LIII No. 3, June, pp. 819-843.
- Ghozali. (2007). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. BP-Universitas Diponegoro, Semarang.
- Hasnawati S. (2005). *Implikasi keputusan investasi, pendanaan, dan deviden terhadap nilai perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta*. *Usahawan*: No.09/Th XXXIX.
- Jensen M. & Mecklin W. (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Miller M.H. & Modigliani. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*. 34: 411- 433.
- Permanasari & Ika W. (2010). *Pengaruh kepemilikan manajemen, kepemilikan institusional, dan corporate social*

- responsibility terhadap nilai perusahaan.*
Universitas Diponegoro (UNDIV).
- Sujoko & Ugy. (2007). Pengaruh struktur kepemilikan saham, 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, hal 41-48.
- Sukmawati S. (2000). Optimal dividend payout. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi Kinerja*, Vol.4, No.1, hal. 53 – 64.
- Wahyudi & Pawestri. (2006). Implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan: dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*. K-AKPM 17.