

Dampak Capital Structure, ROE, CR, dan Peluang Pertumbuhan Terhadap *Firm* Value Perusahaan Jasa Di BEI

Tri Hartiningsih

Abstract:

The aims of this research is to examine the effect of managerial ownership, insititutional ownership, dividend policy, and debt policy on firm value by including the variable size, growth and performance as the control variable (study at Manufacturing Companies Lisyting in Indonesian Stock Exchange since 2007 until 2009 period. The population in this study are all manufacturing companies listed on the Ondonesian Stock Exchange from 2007 until 2009 period. The sample in this study is manufacturing company according to the criteria established. Regression analysis was performed with based on the results of data analysis this study concludes some of the following: (1) Variable managerial ownershipis proven to affects the firm value, 2) Institutional ownership variable is not proven to affect the value of the company, (3) Dividend policy is not proven to affect the value of the company, (4) Debt policy not proven to effect on firm value (5) The size of the company is proved positive effect on firm value, (6) The growth of the company proved to affect the value of the firm (7) The performance of the company proved possitive to effect firm value.

Keywords: managerial ownership, institutional ownership, dividend policy, debt policy, company size, company growth, company performance and firm value.

Abstrak:

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan kebijakan utang terhadap nilai perusahaan dengan memasukkan variabel ukuran, pertumbuhan dan kinerja sebagai variabel kontrol (studi pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia sejak Periode 2007 hingga 2009. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007 hingga 2009. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan. Analisis regresi dilakukan berdasarkan hasil analisis data penelitian ini menyimpulkan beberapa hal sebagai berikut: (1) Variabel kepemilikan manajerial terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan, 2) Variabel kepemilikan institusional tidak terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (3) Kebijakan dividen tidak terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (4) Kebijakan hutang tidak terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan (5) Ukuran perusahaan terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (6) Pertumbuhan perusahaan terbukti mempengaruhi nilai perusahaan (7) Kinerja perusahaan terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, kebijakan hutang, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya yang nantinya berdampak terhadap nilai perusahaan (Fama dan French, 1998) dalam Hasnawati (2005). Keputusan keuangan yang harus dipertimbangkan dengan matang adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen.

Implementasi keputusan investasi sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana perusahaan yang berasal dari sumber pendanaan internal (*internal financing*) dan sumber pendanaan eksternal (*external financing*). Keputusan pendanaan berkaitan dengan penentuan struktur modal yang tepat bagi perusahaan. Dalam perspektif manajerial, inti dari fungsi pendanaan adalah bagaimana perusahaan menentukan sumber dana yang optimal untuk mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Sedangkan kebijakan dividen berkaitan dengan kebijakan mengenai seberapa besar laba yang diperoleh perusahaan akan didistribusikan kepada pemegang saham.

Manajer selaku penerima amanah dari pemilik perusahaan seharusnya menentukan kebijakan yang dapat meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham yaitu memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2001:16). Konflik muncul ketika manajer bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada manajer. Prinsipal merasa khawatir agen melakukan tindakan yang tidak disukai oleh prinsipal seperti memanfaatkan fasilitas perusahaan secara berlebihan atau membuat keputusan yang penuh risiko misalnya dengan menciptakan utang yang tinggi untuk meningkatkan nilai perusahaan (atas biaya pemilik) dimana tindakan ini disebut *moral hazard* (Scott, 1997) dalam, Ali (2002). Penyebab konflik lainnya seperti pembuatan keputusan yang berkaitan dengan (1) aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan (2) pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana diperoleh tersebut dan kemana dana tersebut diinvestasikan.

Munculnya konflik akan menyulitkan pemegang saham memonitor pengelola perusahaan, maka *asset* perusahaan dapat saja digunakan untuk kepentingan pengelola daripada memaksimalkan kemakmuran pemegang saham.

Munculnya konflik akan memperbesar *agency cost*, namun biaya agensi dapat diminimumkan melalui (i) Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*insider ownership*). Kepemilikan ini akan menyejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976), (ii) Peningkatan kepemilikan institusi (*institutional investor*) sebagai pihak yang memonitor agen (Moh'd, et al, 1998). *Investor* institusional (misalnya perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain) dalam suatu perusahaan akan menyebabkan distribusi saham akan lebih menyebar yang nantinya mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, (iii) Meningkatkan *dividen payout ratio* yang akan mengurangi *free cash flow* (Crutley dan Hansen 1989 dalam Faisal, 2005). Alternatif ini menyebabkan perusahaan akan mencari sumber pendanaan yang relevan untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya.

Selain masalah *agency* kebijakan dividen memiliki peran yang penting dalam menjelaskan nilai perusahaan. Pembayaran dividen akan menjadi alat *monitoring* sekaligus *bonding* (obligasi) bagi manajemen (Copeland dan Weston, 1992). Namun demikian tidak terhenti

pada masalah struktur kepemilikan dan kebijakan dividen, kebijakan pendanaan juga menjadi variabel penting yang menjelaskan nilai perusahaan. Kebijakan pendanaan yang optimal akan meningkatkan nilai perusahaan melalui penurunan pajak dan menurunnnya biaya ekuitas. Penggunaan utang akan menurunkan beban pajak sejumlah bunga, di sisi lain penggunaan utang juga akan menurunkan biaya modal saham. Namun demikian penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan risiko gagal bayar akibat tingginya beban bunga dan pokok utang yang harus dibayar oleh perusahaan.

Fakta empiris di Indonesia mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan dan masih menunjukkan perbedaan hasil seperti Taswan dan Soliha (2002), Soepriyanto (2004), Hasnawati (2005), Ningrum (2006), Sujoko dan Soebiantoro (2007) dan Christiawan dan Tarigan (2007). Taswan dan Soliha (2002) menguji pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan serta beberapa faktor mempengaruhinya, hasilnya menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan *insider ownership*, profitabilitas dan *firm size* terbukti mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian Soepriyanto (2004) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, EBIT/sales, total debt/total asset berpengaruh terhadap nilai perusahaan sedangkan kepemilikan publik tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan penelitian Taswan dan Soliha (2002) dan Soepriyanto (2004) penelitian Hasnawati (2005) hasilnya menunjukkan bahwa kebijakan investasi, kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Selanjutnya penelitian Ningrum (2006) yang menguji pengaruh investasi, keputusan dan pendanaan terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa keputusan investasi dan keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi juga terbukti berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan pendanaan. Namun demikian kebijakan dividen tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menguji pengaruh struktur kepemilikan saham, leverage, faktor intern dan faktor ekstern terhadap nilai perusahaan. Dari hasil analisis yang dilakukan penelitian tersebut membuktikan bahwa kepemilikan institusional, tingkat suku bunga, keadaan pasar modal, pertumbuhan pasar, profitabilitas, dividen, ukuran perusahaan dan *dividen payout ratio* berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil – hasil riset tersebut diketahui bahwa penelitian Soepriyanto (2004) menunjukkan bahwa tingkat kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, EBIT/Sales dan Total Debt/Total Assets berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan, dan variabel tingkat kepemilikan publik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menemukan bukti bahwa terdapat pengaruh secara signifikan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan, sedangkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Taswan dan Soliha (2002) menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan tetapi tidak signifikan.

Penelitian yang dilakukan oleh Ningrum (2006) menunjukkan bahwa Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini berbeda dengan

temuan dari hasil penelitian yang dilakukan Hasnawati (2005) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh parsial positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan utang terhadap nilai perusahaan dengan variable kontrol ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari tahun 2007 sampai tahun 2009. Hal ini dikarenakan perusahaan manufaktur merupakan bidang usaha yang memiliki jumlah jenis usaha yang paling besar di BEI, sehingga diharapkan akan mendapatkan keragaman data untuk mendapatkan hasil yang akurat. Jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2007 sebanyak 394 perusahaan, 159 perusahaan (40,35%) adalah perusahaan industri manufaktur.

Sampel terpilih sebanyak 115 dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan mengeluarkan laporan keuangan yang sudah diaudit yang dipublikasikan di *Indonesia Capital Market Directory* dan data base BEI selama tahun 2007 sampai tahun 2009 dan perusahaan yang membagikan dividen. Data diperoleh melalui pooling data dengan menggabungkan data *time series* dan *cross sectional*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Normalitas

Pengujian normalitas dilakukan dengan melihat nilai kurtosis dan skewness dari residual. Hasil uji normalitas menunjukkan nilai skewness dan kurtosis sebagai berikut:

1. Model 1

Hasil perhitungan Z Skeweness dan Z kurtosis model 1 setelah dilakukan outlier:

$$Z \text{ Skeweness} + \frac{0,066}{\sqrt{\frac{6}{69}}} = 0,023$$

$$Z \text{ Kurtosis} + \frac{-0,873}{\sqrt{24/69}} = -1,480$$

2. Model 2

Hasil perhitungan Z Skeweness dan Z kurtosis model 2 setelah dilakukan outlier:

$$Z \text{ Skeweness} + \frac{0,358}{\sqrt{\frac{6}{104}}} = 1,490$$

$$Z \text{ Kurtosis} + \frac{-0,034}{\sqrt{24/104}} = 0,70$$

Hasil perhitungan secara statistik Zskewness dan Zkurtosis setelah dilakukan transformasi data menunjukkan di bawah nilai tabel $\pm 1,96$, sehingga disimpulkan data terdistribusi normal.

Uji Multikolinieritas

Pengujian multikolinieritas menunjukkan bahwa tidak ada variabel bebas yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0,1 demikian juga VIF semua variabel adalah kurang dari 10, sehingga disimpulkan bahwa model 1 tidak mengalami gejala autokorelasi. Sedangkan untuk model 2 menunjukkan bahwa tidak ada variabel bebas yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0,1 demikian juga hasil perhitungan nilai VIF menunjukkan tidak ada variabel bebas yang memiliki nilai VIF lebih besar dari 10, sehingga dapat disimpulkan tidak ada gejala multikolinieritas antar variabel bebas, dengan demikian disimpulkan bahwa variabel bebas dalam penelitian ini independent satu sama lain.

Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi menunjukkan nilai DW model 1 sebesar 1,970. Jika dibandingkan dengan nilai tabel dengan derajat kepercayaan 5%, jumlah sampel 96, jumlah variabel 4, maka pada tabel *Durbin Watson* didapatkan nilai dl 1,343 dan du 1,577. Demikian juga pada model 2 nilai DW sebesar 1,968. Jika dibandingkan dengan nilai tabel dengan derajat kepercayaan 5%, jumlah sampel 104, jumlah variabel 7, maka pada tabel *Durbin Watson* didapatkan nilai dl 1,339 dan du 1,826. Kedua model diketahui bahwa nilai du berada pada diantara du dan 4-du yang menunjukkan bahwa model bebas dari gejala autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji *park*, dengan cara meregres nilai absolute residual terhadap variabel bebas. Pada model 1 diketahui bahwa nilai Ln res2 tidak berkorelasi signifikan dengan variabel-variabel penelitian yang ditunjukkan oleh nilai sig lebih besar dari 5% sehingga disimpulkan bahwa model 1 bebas dari masalah heterokedastisitas. Sementara pada model 2 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan, kebijakan utang, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, pertumbuhan dan kinerja masing-masing mempunyai tingkat signifikansi lebih dari 5%, sehingga disimpulkan secara keseluruhan tidak terjadi gejala heteroskedastisitas, sehingga model regresi layak digunakan.

Analisis Regresi Linier Model 1 (Tanpa Variabel Kontrol)

Hasil analisis persamaan regresi berganda sebagai berikut (lampiran):

$$\text{PBV} = 0,704 - 0,010 \text{ MOWN} + 0,003 \text{ INST} + 0,001 \text{ DPR} - 0,016 \text{ DER} + e$$

Dari keempat variabel diketahui bahwa nilai signifikansi lebih besar dari 5% yang menunjukkan bahwa tanpa memasukkan variabel kontrol dalam model maka struktur kepemilikan, kebijakan utang dan kebijakan dividen tidak berdampak pada nilai perusahaan.

Analisis Regresi Linier Model 2 (Dengan Variabel Kontrol)

Model 2 digunakan untuk menguji dampak kebijakan struktur kepemilikan, kebijakan utang dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan memasukkan ukuran perusahaan, pertumbuhan dan kinerja perusahaan sebagai variabel kontrol dalam model, dengan persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{PBV} = - 3,228 + 0,032 \text{ MOWN} - 0,001 \text{ INST} + 0,001 \text{ DPR} + 0,042 \text{ DER} + 0,250 \text{ SIZE} + 0,356 \text{ GROW} + 11,307 \text{ ROA} + e$$

Fit Model

Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel dependen. Nilai koefisien determinasi antara nol dan satu. Nilai adjusted R2 adalah sebesar 0,040 yang menunjukkan bahwa 4,0% variasi perubahan nilai perusahaan dijelaskan oleh struktur kepemilikan, kebijakan utang dan kebijakan dividen, sedangkan 96% variasi lainnya dijelaskan oleh variabel lain selain keempat variabel tersebut. Selanjutnya dalam model 2 didapatkan nilai adjusted R2 sebesar 0,505. Hal ini berarti 50,5% nilai perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia hanya

dijelaskan oleh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, kebijakan utang, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan dan kinerja.

Dari hasil adjusted R square pada dua model diatas, maka dilakukan perbandingan nilai koefisien determinasi. Berdasarkan hasil uji model 1 adalah sebesar 0,040 atau sebesar 4%, sedangkan nilai adjusted R2 model 2 didapatkan nilai adjusted R2 sebesar 0,505 atau 50,5%. Hal ini mengindikasikan bahwa model yang memasukan variabel kontrol memiliki daya jelas yang lebih tinggi terhadap variasi perubahan nilai perusahaan, dengan demikian disimpulkan bahwa ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan kinerja merupakan variabel kontrol model yang tepat untuk memprediksi variasi perubahan nilai perusahaan.

Uji F

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui sejauh mana kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, kebijakan utang, ukuran perusahaan, pertumbuhan dan kinerja mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil perhitungan uji F menunjukkan bahwa model 1 tidak fit, dimana nilai signifikansi ANOVA adalah sebesar 0,159 atau lebih dari 0,05 yang artinya bahwa struktur kepemilikan, kebijakan dividen dan kebijakan utang (tanpa dikontrol dengan ukuran, pertumbuhan dan profitabilitas) tidak dapat menjelaskan nilai perusahaan. Selanjutnya dilakukan uji fit model dengan memasukkan variabel kontrol dengan hasil menunjukkan bahwa hasil perhitungan dengan program SPSS diperoleh F hitung sebesar 15,989 sedangkan Ftabel dengan tingkat signifikan 5% derajat kebebasan 7 dan N = 104 diperoleh Ftabel sebesar 2,11. Jadi Fhitung > Ftabel sehingga dapat disimpulkan bahwa model fit dimana kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, kebijakan utang, ukuran perusahaan, pertumbuhan dan kinerja tepat mempengaruhi nilai perusahaan

Pembahasan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis 1 membuktikan bahwa pengaruh kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien regresi positif sebesar 0,032 dan nilai signifikansi sebesar 0,004 (< 0,05), artinya tinggi rendahnya kepemilikan manajerial berimplikasi pada nilai perusahaan. Hasil ini mendukung teori *agency cost* yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial merupakan mekanisme yang efektif untuk mengatasi konflik keagenan yang terjadi akibat kepentingan antara manajer dan pemilik. Efektifnya kepemilikan manajerial sebagai mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan berkaitan dengan adanya kepentingan manajemen untuk mengelola perusahaan secara efisien guna meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai pasar saham secara kuantitas akan memberikan keuntungan *capital gain* bagi manajer, sehingga manajer mendapatkan dua sumber pendapatan sekaligus yaitu gaji/bonus dan *capital gain*. Secara deskriptif diketahui bahwa kepemilikan manajerial rata-rata perusahaan sampel adalah sebesar 3,55%, nilai sebesar ini relatif tinggi untuk dimiliki seseorang dalam manajemen mengingat nilai kapitalisasi pasar perusahaan secara keseluruhan adalah tinggi. Hasil ini sekaligus mendukung hasil penelitian Taswan dan Soliha (2002) dan Soepriyanto (2004) yang membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis 2 tidak membuktikan pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien regresi sebesar -0,001 dan nilai signifikansi sebesar 0,914 (> 0,05) artinya tinggi rendahnya kepemilikan institusional tidak berdampak pada nilai perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan dugaan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi dapat bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan, sehingga manajer akan efisien dalam memanfaatkan *asset* perusahaan. Dari hasil ini disimpulkan bahwa jumlah pemegang saham yang besar tidak efektif dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan. Hal ini terjadi karena adanya asimetri informasi antara *Investor* dengan manajer, *Investor* belum tentu sepenuhnya memiliki informasi yang dimiliki oleh manajer (sebagai pengelola perusahaan) sehingga manajer sulit dikendalikan oleh *Investor* institusional. Hasil penelitian ini juga tidak sinkron dengan hasil penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis 3 tidak membuktikan pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,001 dan nilai signifikansi sebesar 0,953 ($p > 0,05$), artinya tinggi rendahnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, tidak berkaitan dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Hasil ini tidak konsisten dengan *informational content of dividend* bahwa pembayaran dividen dianggap sebagai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Hasil ini lebih konsisten dengan *bird on hand theory* yang menyatakan bahwa pembayaran dividen yang dilakukan saat ini adalah lebih baik daripada *capital gain* di masa mendatang. Hasil ini juga tidak mendukung hasil penelitian Gordon (1963) & Bhattacharya (1979), Myers & Majluf (1984) yang membuktikan bahwa kebijakan dividen berimplikasi pada nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis 4 tidak membuktikan pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,042 dan nilai signifikansi sebesar 0,269 ($>0,05$), artinya tinggi rendahnya rasio utang terhadap ekuitas, tidak berimplikasi pada tinggi rendahnya nilai perusahaan. Tidak adanya pengaruh kebijakan utang dengan nilai perusahaan mengindikasikan bahwa biaya utang maupun biaya ekuitas adalah relatif ekuivalen dan masing-masing memiliki keunggulan dan kelemahan. Penggunaan modal utang akan menguntungkan apabila iklim bisnis baik sehingga manfaat dari penggunaan utang akan lebih besar dibandingkan dengan biaya bunga, namun demikian dalam iklim bisnis yang tidak menentu manfaat dari penggunaan utang bisa lebih kecil dari biaya bunga yang ditimbulkan. Demikian juga dengan penggunaan ekuitas, modal ekuitas akan menguntungkan apabila pemegang saham memiliki tuntutan yang tidak terlalu tinggi akan tingkat pengembalian investasi. Hasil ini tidak mendukung dengan hasil penelitian Said (2001) serta Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang membuktikan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Variabel Kontrol

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap nilai Perusahaan

Variabel kontrol ukuran perusahaan terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 ($<0,05$) artinya bahwa semakin besar perusahaan, maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan dugaan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin tinggi keyakinan *Investor* akan kemampuan perusahaan dalam memberikan tingkat pengembalian investasi. Bukti ini memberikan *konfirmasi* searah dengan dugaan dalam hipotesis serta hasil penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Adanya pengaruh positif mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan besar cenderung memberikan hasil operasi yang lebih besar sehingga memiliki kemampuan yang lebih besar untuk memberikan imbal balik investasi yang lebih menguntungkan dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan kecil.

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh variabel kontrol pertumbuhan terhadap nilai perusahaan, diketahui bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai signifikansi sebesar 0,034 ($<0,05$) artinya bahwa semakin tinggi tingkat pertumbuhan penjualan maka akan semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Sriwardany (2006) yang membuktikan bahwa pertumbuhan berdampak positif pada nilai perusahaan. Adanya pengaruh pertumbuhan laba terhadap nilai perusahaan dikarenakan penjualan yang mencerminkan kinerja dengan catatan tidak diikuti dengan peningkatan biaya yang melebihi tingkat pertumbuhan penjualan. Penjualan yang meningkat memberikan meyakinkan *Investor* bahwa perusahaan akan memberikan imbal hasil yang tinggi apabila diikuti dengan efisiensi operasi yang tinggi.

Pengaruh Kinerja terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh variabel kontrol kinerja perusahaan dengan nilai perusahaan, diketahui bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai signifikansi

sebesar 0,000 ($<0,05$) artinya semakin tinggi kinerja (*profitabilitas*), maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Ulupui (2007) dan Makaryawati (2002), Carlson dan Bathala (1997) dalam Suranta dan Pratana (2004) yang menemukan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi, mampu menghasilkan laba yang tinggi, sehingga mampu menjaga ekuitas tetap positif atau bahkan meningkat seiring dengan peningkatan laba ditahan. Perusahaan yang mampu menghasilkan laba lebih besar juga cenderung mampu melakukan pendanaan dengan sumber kas internal, sehingga memiliki kewajiban untuk membayar bunga utang yang lebih kecil, dan laba yang dihasilkan bisa didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen ataupun ditahan untuk memperkuat modal yang berasal dari laba ditahan.

KESIMPULAN

Kesimpulan

1. Variabel kepemilikan manajerial terbukti mempengaruhi nilai perusahaan, artinya tinggi rendahnya kepemilikan saham oleh jajaran manajemen berkaitan dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan.
2. Variabel kepemilikan institusional tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan, artinya tinggi rendahnya kepemilikan saham oleh *Investor* institusional tidak berkaitan dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan.
3. Kebijakan dividen tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan, tinggi rendahnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tidak berkaitan dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan.
4. Kebijakan utang tidak terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan, artinya tinggi rendahnya utang perusahaan tidak berdampak pada tinggi rendahnya nilai perusahaan.

Implikasi

1. Para pelaku investasi di BEI tidak terbukti mengikuti pola bird in hand theory, dimana pendapatan dividen yang kecil saat ini tidak dianggap lebih menguntungkan dibandingkan dengan *capital gain* di masa yang akan datang.
2. Kecenderungan perusahaan-perusahaan yang listing di BEI lebih menganut Pecking Order Theory dalam menentukan struktur modal, sehingga akan mengutamakan laba ditahan atau ekuitas dibandingkan dengan modal dan hutang.
3. *Investor* di Bursa Efek Indonesia disarankan untuk lebih memilih perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, karena ada kecenderungan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut memiliki nilai pasar saham yang lebih tinggi pula.
4. Perusahaan besar juga memiliki nilai pasar saham yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil, *Investor* diharapkan lebih memilih perusahaan besar dibandingkan dengan perusahaan kecil.
5. Tingkat profitabilitas juga cenderung memberikan sinyal positif bagi pasar, sehingga berdampak positif pada nilai pasar saham. Bagi perusahaan kebijakan akuntansi non konservatif dianggap lebih baik dalam upaya meningkatkan nilai pasar saham dibandingkan dengan kebijakan akuntansi konservatif.
6. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang lebih tinggi memiliki kecenderungan nilai pasar saham yang lebih tinggi, yang membuktikan bahwa *agency conflict* bisa diatasi dengan memasukkan manajer dalam struktur kepemilikan saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, Robert. 1997. Buku Pintar : Pasar Modal Indonesia. Mediasoft Indonesia
- Ambarwati, Sri; Dwi, Ari. 2010. Manajemen Keuangan Lanjutan, Cetakan Pertama, Yogyakarta, Graha Ilmu.
- Atmaja, Lukas Setia. 1999. Manajemen Keuangan, Edisi 2. Yogyakarta, Andi Offset
- Riyanto, Bambang. 2001. Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan, Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta
- Brigham, Eugene F; Joel F, Houston. 2001. Manajemen Keuangan. Edisi Delapan. Jakarta.

- Brigham, Eugene F, 1999. *Fundamentals Of Financial Management*. Holt Saunders Japan: The Dryden Press
- Christiawan, Yulius Jogi; Tarigan, Josua. 2007. Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol 9. No.1 Mei 2007
- Copeland, T.E; Weston, J.F. 1988. *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd edition, Addison-Wesley Publishing Company.
- Daniati, Ninna; Suhairi, 2006. Pengaruh Kandungan Informasi Komponen Arus Kas, Laba Kotor dan Size Perusahaan Terhadap Expected Return Saham Pada Industri Textile dan Automotive yang Terdaftar di BEJ. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang, Agustus.
- Falikhatun; Eko, Soepriyanto.2008. Pengaruh Tangibility, Pertumbuhan Penjualan Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Keuangan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 10 No. 1
- Fabozzi, Frank J, 2000 *Manajemen Investasi*, Pearson Education Asia Pte. Ltd. Prentice – Hall, Inc. Salemba Empat, Jakarta
- Fama, Eugene F; French, Kenneth R. 1998. Taxes, *Financing decisions*, and *Firm Value*. *The Journal of Finance*, Vol. LIII, No. 3, June 1998.
- Gujarati, Damodar. 1999. *Dasar-Dasar Ekonometrika*, Jakarta: Erlangga.
- Hendriksen; Eldon S, Breda. 2002. *Teori Akunting*.Batam: Interaksara
- Husnan, Suad, 1996, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Liberty, Yogyakarta.
- Husnan, Suad. 1998. *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta
- Hansen, Don. R.; M. Mowen, Mayane. 1997. *Manajemen Biasa Akuntansi dan Pengendalian*. Buku Dua. Edisi Kesatu. Salemba Empat. Jakarta.
- Hendri, Setyawan; Sutapa. 2006. Analisis Faktor Penentu Struktur Modal. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol 5 No.2
- Jensen, Michael C. 1986. *Agency cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329, May 1986.
- Jensen; Meckling.1976. "Theory Of The *Firm* : Manajerial Behavior, *Agency cost* And Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol 3: 305-360
- Jogiyanto, Hartono. 1998. *Pengenalan Komputer*. Yogyakarta: CV. Andi Offset
- Kaplan, S. Robert; David, P. Norton. 1996. *The Balanced Scorecard : Translating Strategy Into Action*. Edisi 1. Boston : Harvard Business School Press.
- Machfoedz, Mas'ud; Eddy, Suranta. 2003. Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Perusahaan Dewan Direksi, Simposium Nasional Akuntansi VII, Surabaya.
- Mahadwartha, Putu Anom. 2002 Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership in Indonesia; An *Agency Theory* Perspective . *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol 18, No. 3, 2003
- Megginson, William L. 1997. *Corporate Finance Theory*. Massachusetts: Addison-Wesley.
- Myers, Stewart C. 1984. Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39, (3), July 1984, pp. 572-592.
- Myers, Stewart C; Majluf, Nicholas S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When *Firm* s Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, pp. 187-221. North-Holland.
- Ningrum, Nurila Samti Febriana, 2006. Analisis Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nili Perusahaan manufaktur di BEJ, Tesis: Program Magister Manajemen STIE STIKUBANK Semarang
- Sartono, R Agus. 2001. *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*, Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta
- Sartono, Agus. 2010. *Manajemen Keuangan; Aplikasi Dan Teori*. BPFE-Yogyakarta; Yogyakarta
- Soliha, Euis; Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, STIE Stikubank Semarang.

- Sugianto, Agus Eko. 2001. Analisis Variabel-Variabel Yang Mempengaruhi Struktur Keuangan Perusahaan Manufaktur Di BEJ. Jurnal Ekonomi dan Manajemen, Vol 2 No. 2
- Sugiono, 1999, Metode Penelitian Administrasi, , Bandung Alfabeta.
- Sujoko; Soebiantoro, Ugy. 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 2007
- Supriyanto, Budi, 2004, Pengaruh Sruktur Kepemilikan Manajerial dan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales, dan Total Debt/Total Assets Terhadap Nilai Perusahaan yang Telah Go Publik dan Tercatat Di BEJ. Tesis : Program Magister Manajemen STIE STIKUBANK Semarang
- Supriyanto, Budi; Suwarti, Titik, 2004, Pengaruh Sruktur Kepemilikan Manajerial dan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales, dan Total Debt/Total Assets Terhadap Nilai Perusahaan yang Telah Go Publik dan Tercatat Di BEJ. Semarang. Telaah Manajemen Vol. 1ed. 3 STIE STIKUBANK
- Swandari, Fifi. 2003, Pengaruh Perilaku Resiko dan Struktur Kepemilikan terhadap Kebangkran Bank di Indonesia; Kasus Krisis Ekonomi Tahun 1997. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VI, Surabaya 2003
- Timoty, J. Brailsford; Barrz R Oliver, Sandra L.H.Pua, 2003, Theory and Evidence on the Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure., Departement of Commerce, Australian National University.
- Wahidahwati, 2002 Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Intitusional pada Kebijakan Hutang Peusahaan ; Sebuah Prospektive Theory Agency, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) IV
- Wahyudi, Untung; Prawestri, hartini Prasetyaning, 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) IX, Padang, 2006
- Weston, J Fred dan Thomas E Copeland. 1997. Manajemen Keuangan, Edisi Kesembilan, Jilid Dua. Jakarta: Binarupa Aksara
- Weston Copeland. 1992. Manajerial Finance, 9th Ed. The Dyden Press, Orlando Florida.

Tri Hartiningsih

Dampak Capital Structure, ROE, CR, dan Peluang Pertumbuhan Terhadap Firm Value Perusahaan Jasa Di BEI

LAMPIRAN

Statistics skewness dan kurtosis					
	N	Skewness		Kurtosis	
Model 1	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Unstandardized Residual	69	.066	.589	-.873	.570
Valid N (listwise)	69				
Model 2					
Unstandardized Residual	104	.358	.237	-.034	.469
Valid N (listwise)	104				

Nilai tolerance dan VIF Model 1			
Collinearity Statistics			
Model		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	MOWN	.655	1.526
	INST	.738	1.356
	DPR	.849	1.178
	DER	.967	1.034

Nilai tolerance dan VIF Model 2			
Collinearity Statistics			
Model		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	MOWN	.542	1.845
	INST	.626	1.596
	DPR	.880	1.136
	DER	.758	1.319
	SIZE	.868	1.152
	GROW	.935	1.070
	ROA	.792	1.263

Tri Hartiningsih

Dampak Capital Structure, ROE, CR, dan Peluang Pertumbuhan Terhadap Firm Value Perusahaan Jasa Di BEI

Uji Durbin Watson

Model	DW test	DW table		
		dl	Du	4-du
Model 1	1,970	1,343	1,577	2,433
Model 2	1,968	1,339	1,826	2,174

Uji Park Model 1

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2.268	1.110		-2.042	.045
	MOWN	-.053	.041	-.199	-1.304	.197
	INST	-.009	.014	-.094	-.655	.515
	DPR	.003	.010	.034	.251	.803
	DER	-.032	.111	-.036	-.290	.773

a. Dependent Variable: LnRes2

Uji Park Model 2

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-5.522	2.385		-2.315	.023
	MOWN	.049	.026	.252	1.921	.058
	INST	.002	.012	.021	.170	.865
	DPR	-.006	.007	-.078	-.762	.448
	DER	.087	.088	.108	.980	.330
	SIZE	.227	.148	.159	1.539	.127
	GROW	-.118	.387	-.030	-.304	.762
	ROA	4.738	3.107	.165	1.525	.131

a. Dependent Variable: Ln_res2

Tri Hartiningsih

Dampak Capital Structure, ROE, CR, dan Peluang Pertumbuhan Terhadap Firm Value Perusahaan Jasa Di BEI

Hasil Regresi Berganda Model 1

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.704	.196		3.583	.001
MOWN	-.010	.007	-.194	-1.319	.192
INST	.003	.003	.156	1.127	.264
DPR	.001	.002	.082	.632	.529
DER	-.016	.020	-.096	-.793	.431

Hasil Regresi Berganda Model 2

Dengan Memsukkan Variabel Kontrol

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-3.228	1.022		-3.158	.002
	MOWN	.032	.011	.278	2.955	.004
	INST	-.001	.005	-.009	-.108	.914
	DPR	.001	.003	.014	.186	.853
	DER	.042	.038	.089	1.111	.269
	SIZE	.250	.063	.294	3.953	.000
	GROW	.356	.166	.154	2.147	.034
	ROA	11.307	1.331	.662	8.493	.000

a. Dependent Variable: PBV

Koefisien Determinasi Model 1

(Tanpa Variabel Kontrol)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.311(a)	.097	.040	.3920652

a Predictors: (Constant), MOWN, INST, DPR, DER,

b Dependent Variable: PBV

Tri Hartiningsih

Dampak Capital Structure, ROE, CR, dan Peluang Pertumbuhan Terhadap Firm Value Perusahaan Jasa Di BEI

Koefisien Determinasi Model 2

(Dengan Variabel Kontrol)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.734(a)	.538	.505	.8850766

a. Predictors: (Constant), MOWN, INST, DPR, DER, SIZE, GROW, ROA

b. Dependent Variable: PBV

**Hasil Uji F Model 1
(Tanpa Variabel Kontrol)**

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.051	4	.263	1.709	.159(a)
	Residual	9.838	64	.154		
	Total	10.889	68			

a. Predictors: (Constant), MOWN, INST, DPR, DER

b. Dependent Variable: PBV

**Hasil Uji F Model 2
(Dengan Variabel Kontrol)**

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	87.674	7	12.525	15.989	.000(a)
	Residual	75.203	96	.783		
	Total	162.876	103			

a. Predictors: (Constant), MOWN, INST, DPR, DER, SIZE, GROW, ROA

b. Dependent Variable: PBV