

# STRUKTUR KEPEMILIKAN, KEBIJAKAN DIVIDEN, DAN LEVERAGE SEBAGAI DETERMINAN ATAS NILAI PERUSAHAAN

Indah Eva Ambarwati  
Daniel Sugama Stephanus

Universitas Ma Chung Malang, Jl. Villa Puncak Tidar N-01, Malang  
Surel: indaheva\_ambarwati@yahoo.co.id

**Abstrak: Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, dan Leverage sebagai Determinan atas Nilai Perusahaan.** Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji dan membuktikan adanya bukti empiris mengenai pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, dan *Leverage* secara parsial dan simultan dengan menggunakan metode regresi linear berganda. Hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, dan *Leverage* berpengaruh secara simultan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian secara parsial menunjukkan variabel yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan yaitu *Leverage* (*Debt to Equity Ratio*, *Debt to Capital Asset Ratio*, dan *Long Term Debt Ratio*).

**Abstract: Ownership Structure, Dividend Policy, and Leverage: as Determinants Company Value.** This study aims to make research and prove the existence of empirical evidence about the effect of Ownership Structure, Dividend Policy and Leverage partially and simultaneously by using multiple linear regression method. The results of the analysis in this study shows that the Ownership Structure, Dividend Policy and Leverage simultaneous effect on firm value. Partially, the variables that affect the value of the company is Leverage (*Debt to Equity Ratio*, *Debt to Capital Asset Ratio*, and *Long Term Debt Ratio*).

**Kata kunci:** *Ownership structure*, Kebijakan dividen, *Leverage*

Perusahaan perseroan merupakan perusahaan yang kepemilikannya ditentukan oleh banyaknya jumlah saham yang dimilikinya dan memiliki struktur kepemilikan tersebar yang secara efektif memisahkan fungsi kepemilikan dan fungsi pengambilan keputusan. Pada umumnya, organisasi perusahaan perseroan yang paling sederhana terdiri dari satu pemilik (*principal*) yang memiliki saham perusahaan dan satu manajer (*agent*). Pemilik perusahaan publik terkadang mengalami kesulitan dalam mengendalikan perusahaan secara langsung, sehingga menunjuk seorang manajer untuk mengelola perusahaan dan bertanggung jawab terhadap pengambilan keputusan strategis dalam operasional perusahaan yang akan dipertanggungjawabkan kepada pemilik perusahaan (Tandelilin dan Wilberforce 2002). Namun,

sering kali perusahaan memiliki konflik potensial yang ada di dalam perusahaan termasuk konflik antara pemilik perusahaan dengan manajemen maupun pihak kreditur dan pihak-pihak lain yang terkait dengan perusahaan. Hal ini terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan dan manajemen, yang dikenal dengan *agency problem* (Weston dan Copeland 2011). Permasalahan yang timbul dari konflik ini akan mengancam tercapainya tujuan utama perusahaan yaitu untuk memaksimalkan nilai perusahaan melalui kesejahteraan para pemegang saham.

*Agency theory* menyebutkan bahwa yang disebut *principal* adalah pemegang saham, sedangkan yang dimaksud *agent* yaitu manajemen yang mengelola perusahaan. *Agency problem* tersebut terjadi karena seringkali



Jurnal Akuntansi Multiparadigma  
JAMAL  
Volume 5  
Nomor 2  
Halaman 170-344  
Malang, Agustus 2014  
pISSN 2086-7603  
eISSN 2089-5879

Tanggal masuk:  
**26 Maret 2014**  
Tanggal revisi:  
**14 Mei 2014**  
Tanggal diterima:  
**21 Mei 2014**

manajer cenderung mengutamakan kepentingan pribadi, yang akan meningkatkan biaya bagi perusahaan. Sehingga, akan menurunkan keuntungan yang diterima (Brigham dan Houston 2009). Masalah agensi timbul karena dipicu adanya asimetri informasi antara manajer dengan pemegang saham. Manajer memiliki informasi mengenai nilai proyek di masa mendatang dan tindakan mereka tidak dapat diawasi dengan detail oleh pemegang saham. Hal tersebut berarti manajemen mengetahui lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling 1976). Menurut Ahmad dan Septriani (2008), cara mengurangi *agency problem* yaitu dengan meningkatkan kepentingan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan pendanaan melalui utang (*leverage*).

Beberapa penelitian yang menguji pengaruh kepentingan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan pendanaan melalui utang (*leverage*) memberikan hasil yang berbeda. Selain itu, penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya dari beberapa hal termasuk perbedaan sampel penelitian yang lebih luas yaitu menggunakan sampel Indeks Kompas100 dan mengombinasikan variabel-variabel independen yang memberikan kemungkinan hasil penelitian yang lebih akurat.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji dan membuktikan pengaruh variabel *Institutional Ownership* (INST), *Insider Ownership* (INSD), Kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio* dan *Dividend Per Share*) dan *Leverage* (*Debt to Equity Ratio*, *Debt Ratio*, *Long Term Debt Ratio*, *Long Term Debt to Equity Ratio*, *Total Debt to Capital Asset Ratio* dan *Times Interest Earned Ratio*) secara bersama-sama dan individu terhadap nilai perusahaan khususnya perusahaan yang terdaftar dalam Indeks Kompas100. Penelitian ini diharapkan mampu membuktikan adanya pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan maupun parsial terhadap nilai perusahaan khususnya perusahaan yang terdaftar dalam Indeks Kompas100.

## METODE

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2008-2012. Penentuan sampel

penelitian yaitu menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan masuk dalam Indeks Kompas100 berturut-turut selama 5 tahun, perusahaan membayar dividen sekurang-kurangnya tiga kali dalam lima tahun serta perusahaan menyajikan laporan keuangan lengkap, berakhir 31 Desember dan menggunakan mata uang rupiah sebagai mata uang pelaporan. Jenis data yang digunakan yaitu data kuantitatif yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan yang dijadikan obyek penelitian dalam Indeks Kompas100 periode 2008-2012 dan penelusuran catatan atas laporan keuangan. Sedangkan data yang dibutuhkan yaitu data mengenai struktur kepemilikan (*insider* dan *institutional ownership*), data akuntansi, harga pasar saham perusahaan dan data mengenai jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham perusahaan. Variabel penelitian yang digunakan terdiri dari variabel dependen yaitu nilai perusahaan yang diprosikan dalam *Price to Book Value* dan variabel independen yaitu *institutional ownership*, *insider ownership*, kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio* dan *Dividend Per Share*) dan *Leverage* (*Debt to Equity Ratio*, *Debt Ratio*, *Long Term Debt Ratio*, *Long Term Debt to Equity Ratio*, *Total Debt to Capital Asset Ratio* dan *Times Interest Earned Ratio*).

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007), nilai perusahaan merupakan suatu persepsi investor terhadap adanya tingkat keberhasilan perusahaan yang sering kali dikaitkan dengan harga saham suatu perusahaan. Harga saham suatu perusahaan yang tinggi akan membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan tinggi, akan memberikan dampak bagi pasar yang tidak hanya percaya pada kinerja perusahaan pada masa sekarang saja, namun juga percaya pada prospek perusahaan di masa yang akan datang. Salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus mengalami pertumbuhan yaitu *Price to Book Value* dengan membandingkan antara harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham (Brigham dan Houston 2009).

Variabel independen yang pertama adalah struktur kepemilikan. Menurut Sukmaja (2009), struktur kepemilikan

adalah besarnya persentase saham yang dimiliki oleh *insider shareholder* dan persentase saham yang dimiliki oleh *outsider shareholder*. Struktur kepemilikan sangat penting dalam menentukan nilai perusahaan. Dua aspek yang perlu dipertimbangkan yaitu: 1) konsentrasi kepemilikan perusahaan oleh pihak luar (*outsider ownership concentration*) dan 2) kepemilikan perusahaan oleh manajer (*manager insider ownership*). Pemilik perusahaan dari pihak luar berbeda dengan seorang manajer karena kemungkinan terkecil bahwa pemilik dari pihak luar terlibat dalam urusan bisnis perusahaan sehari-hari. Struktur kepemilikan saham terbagi menjadi 2 (dua) jenis yaitu kepemilikan institusional dan kepemilikan manajemen dalam perusahaan (Widyastuti 2004). Menurut Tamba (2011), kepemilikan institusional merupakan perbandingan antara jumlah kepemilikan saham oleh investor institusi dengan jumlah saham beredar perusahaan, sedangkan kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dihitung dengan membandingkan antara jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen (khususnya Direksi dan Komisaris) dengan jumlah saham beredar perusahaan.

Variabel independen yang kedua adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen (*Dividend Payout Ratio*) menentukan jumlah laba yang dapat ditahan dalam perusahaan sebagai sumber pendanaan. Dengan menahan laba saat ini dalam jumlah yang lebih besar dalam perusahaan juga berarti lebih sedikit uang yang akan tersedia bagi pembayaran dividen pada saat ini. Jadi, aspek utama dalam kebijakan dividen perusahaan adalah menentukan alokasi laba yang tepat antara pembayaran dividen dengan penambahan laba ditahan perusahaan (James 2007). Rasio yang digunakan untuk mengetahui kebijakan dividen perusahaan yaitu *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang didapatkan dari perbandingan antara dividen per lembar saham (*dividend per share*) dengan laba per lembar saham (*earning per share*). *Dividend Per Share* itu sendiri merupakan perbandingan antara jumlah dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham dengan jumlah saham beredar perusahaan tersebut (Brigham dan Houston 2009).

Variabel independen yang ketiga adalah *leverage*. *Leverage* adalah rasio yang

digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Rasio ini digunakan untuk melihat baik buruknya kinerja *leverage* suatu perusahaan. Rasio *leverage* disebut juga rasio pengungkit karena menggunakan pinjaman untuk memperoleh keuntungan. Penggunaan rasio *leverage* ini dengan tujuan untuk melakukan perbandingan penggunaan dana perusahaan yang berasal dari modal sendiri dengan dana yang berasal dari pihak luar atau biasa yang disebut pinjaman. Suatu perusahaan dikatakan *solvable* jika perusahaan mempunyai aktiva atau kekayaan yang cukup untuk membayar semua kewajibannya dan sebaliknya. Perusahaan yang tidak menggunakan utang berarti menggunakan modal sendiri sebesar 100%. Rasio ini menyangkut jaminan dengan mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar utangnya apabila pada suatu saat perusahaan dilikuidasi atau dibubarkan.

Rasio yang digunakan untuk mengukur *leverage* adalah: *Debt Ratio* (perbandingan antara total utang dengan total utang dan ekuitas), *Debt to Equity Ratio* (perbandingan antara total utang dengan total ekuitas), *Long Term Debt Ratio* (perbandingan utang jangka panjang dan *leasing* dengan utang jangka panjang, *leasing* dan ekuitas), *Long Term Debt to Equity Ratio* (perbandingan antara total utang jangka panjang dengan ekuitas), *Total Debt to Capital Asset Ratio* (perbandingan antara utang total dengan modal total dan aset) dan *Times Interest Earned Ratio* (perbandingan antara laba operasional dengan beban bunga) (Subramanyam dan Wild 2010).

Penelitian ini menggunakan perusahaan yang masuk ke dalam Indeks Kompas100, yaitu indeks harga saham hasil kerjasama Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan harian Kompas pada Agustus 2007. Pemilihan Indeks Kompas100 sebagai sampel penelitian ini adalah Indeks Kompas100 merupakan salah satu indeks yang ada di BEI yang dapat dijadikan sebagai acuan (*benchmark*) baru bagi investor untuk melihat pergerakan pasar dan kinerja portofolio investasinya. Selain itu, Indeks Kompas100 memiliki saham-saham perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi serta nilai kapitalisasi pasar yang besar dan juga merupakan saham-saham yang memiliki fundamental dan kinerja yang baik.

Pemilihan Indeks Kompas100 didasarkan atas pertimbangan faktor likuiditas, kapitalisasi pasar dan kinerja fundamental dari saham-saham yang telah masuk dalam Indeks Kompas100. Indeks Kompas100 ini juga merupakan saham-saham pilihan dari seluruh saham yang telah tercatat di BEI selama 3 bulan dan masuk dalam Indeks Harga Saham Gabungan ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)).

Pengujian model regresi menggunakan regresi linier berganda (*multiple regression method*) dengan syarat lolos uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, heteroskedastisitas, multikolinearitas dan autokorelasi. Selain itu, dalam pengujian penelitian juga menggunakan statistik deskriptif untuk melihat banyaknya data dalam penelitian yang dilakukan terdiri dari rata-rata data, nilai maksimum, minimum, dan standar deviasi dari masing-masing variabel independen dan dependen. Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan dengan menggunakan uji statistik  $F$  ( $F_{-test}$ ) dan melihat koefisien determinasi (untuk melihat besarnya pengaruh secara simultan). Sedangkan untuk melihat pengaruhnya secara parsial, maka dilakukan uji statistik  $t$  ( $t_{-test}$ ) dan melakukan uji  $r$  parsial (untuk melihat tingkat signifikansi masing-masing variabel independen).

Dalam pengujian menggunakan analisis regresi linier berganda, maka dapat dilihat persamaan regresi dengan formula sebagai berikut:

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \beta_9 X_9 + \beta_{10} X_{10} + e$$

Keterangan:

$Y$  = Nilai Perusahaan pada tahun  $t$

$a$  = konstanta

$\beta_1$  : Koefisien regresi dari INST (*Institutional Ownership*)

$\beta_2$  : Koefisien regresi dari INSD (*Insider Ownership*)

$\beta_3$  : Koefisien regresi dari DPR (*Dividen Payout Ratio*)

$\beta_4$  : Koefisien regresi dari DPS (*Dividen per Share*)

$\beta_5$  : Koefisien regresi dari DR (*Debt Ratio*)

$\beta_6$  : Koefisien regresi dari DER (*Debt to Equity Ratio*)

$\beta_7$  : Koefisien regresi dari LTDR (*Long Term Debt Ratio*)

$\beta_8$  : Koefisien regresi dari LTDER (*Long Term Debt to Equity Ratio*)

$\beta_9$  : Koefisien regresi dari DAR (*Total Debt to Capital Asset*)

$\beta_{10}$  : Koefisien regresi dari TIER (*Times Interest Earned Ratio*)

$X_1$  : INST (*Institutional Ownership*)

$X_2$  : INSD (*Insider Ownership*)

$X_3$  : DPR (*Dividen Payout Ratio*)

$X_4$  : DPS (*Dividen per Share*)

$X_5$  : DR (*Debt Ratio*)

$X_6$  : DER (*Debt to Equity Ratio*)

$X_7$  : LTDR (*Long Term Debt Ratio*)

$X_8$  : LTDER (*Long Term Debt to Equity Ratio*)

$X_9$  : DAR (*Total Debt to Capital Asset*)

$X_{10}$  : TIER (*Times Interest Earned Ratio*)

$e$  : error

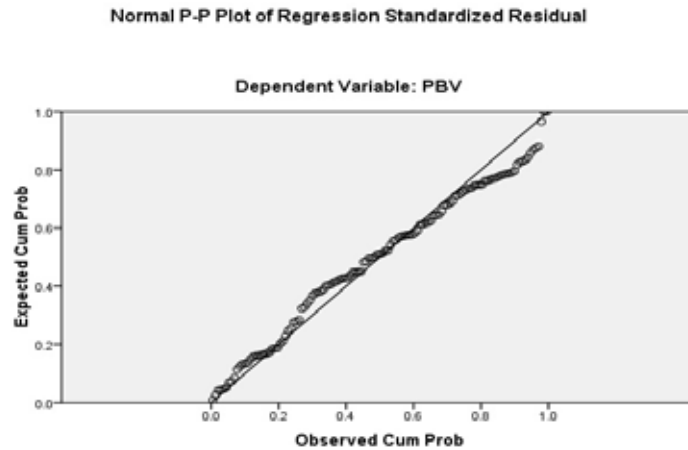
## HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat 8 perusahaan yang tidak membayar dividen sekurang-kurangnya tiga kali dalam lima tahun dan 1 perusahaan yang menyajikan laporan keuangan selain mata uang Rupiah. Dengan demikian, sampel penelitian sebanyak 25 perusahaan yang masuk dalam Indeks Kompas100.

Sebelum melakukan uji regresi, harus dilakukan pengujian asumsi klasik yaitu uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi. Berikut ini merupakan hasil uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi secara berturut-turut.

Gambar 1 menunjukkan bahwa uji normalitas (Normal P-P) untuk seluruh variabel berdistribusi normal. Selanjutnya dilakukan uji multikolinearitas, yang ditunjukkan Tabel 1.

Berdasarkan Tabel 1, dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini tidak terjerang multikolinearitas. Hasil ini terlihat dari perhitungan nilai VIF yang berkisar antara 1.099 sampai dengan 9.589 dan nilai *tolerance* yang berkisar antara 0.104 sampai dengan 0.910. Oleh karena itu, variabel independen tersebut memiliki nilai VIF lebih dari 1 dan nilai *tolerance* mendekati angka 1. Hal ini menunjukkan bahwa di antara variabel independen yang digunakan tidak memiliki korelasi satu dengan yang lainnya. Uji asumsi klasik berikutnya adalah uji heteroskedastisitas dengan menggunakan *Scatterplot* yang disajikan pada Gambar 2.



Gambar 1.

Uji Normalitas (Normal P-P)

Berdasarkan Gambar 2, maka dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini tidak terjangkit heteroskedastisitas pada model regresi. Hal ini dapat dilihat dari grafik *Scatterplots*, titik-titik yang menyebar secara acak baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Oleh karena itu, model regresi layak digunakan untuk memprediksi PBV berdasarkan masukan variabel independen INST, INSD, DPR, DPS, DER, DR, LTDR, LTDER, DAR, TIER. Selanjutnya dilakukan uji autokorelasi dengan melihat nilai *Durbin-Watson* yang tersaji pada Tabel 2.

Berdasarkan Tabel 2, terlihat bahwa nilai DW sebesar 0.744 dan berada di sekitar

angka 2. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi.

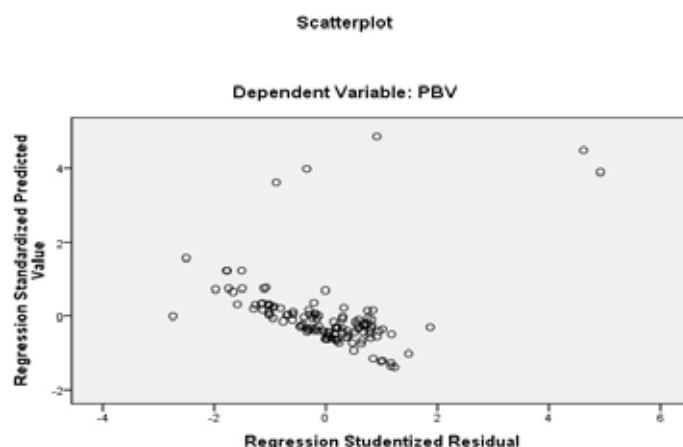
Data yang digunakan dalam penelitian ini bebas dari uji asumsi klasik, sehingga selanjutnya dapat dilakukan pengujian pengaruh variabel dengan menggunakan regresi linear berganda. Pengujian pertama menyatakan bahwa variabel INST, INSD, DPR, DPS, DR, DER, LTDR, LTDER, DAR, dan TIER secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai signifikansi hasil dapat dilihat dalam Tabel 3.

Berdasarkan hasil uji *F* yang disajikan dalam Tabel 3, dapat diketahui nilai

Tabel 1. Hasil Uji Multikolinearitas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
INST	.656	1.524
INSD	.894	1.119
DPR	.826	1.210
DPS	.777	1.287
DR	.217	4.602
DER	.251	3.988
LTDR	.104	9.589
LTDER	.117	8.540
DAR	.342	2.924
TIER	.910	1.099

a. Dependent Variable: PBV



**Gambar 2.**  
**Hasil Uji Heteroskedastisitas**

probabilitas signifikan yaitu *Sig* sebesar 0.000, yang kurang dari 0.05 ( $Sig < 0.05$ ). Sehingga, variabel independen berpengaruh secara simultan. Selain itu, jika dilihat dari nilai  $F_{hitung}$  sebesar 27.865 lebih besar dari  $F_{tabel}$  sebesar 2.45. Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen INST, INSD, DPR, DPS, DR, DER, LTDR, LTDER, DAR, dan TIER secara bersama-sama memengaruhi nilai perusahaan (PBV) secara signifikan. Selain itu, untuk melihat besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan maka dilihat dari nilai koefisien pada hasil perhitungan SPSS dalam *Model Summary* khususnya *Adjusted R Square*. Dalam penelitian ini, hasil perhitungan SPSS dapat dilihat pada Tabel 4.

Berdasarkan Tabel 4, dapat dilihat bahwa besarnya *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0.684. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen (INST, INSD, DPR, DPS, DR, DER, LTDR, LTDER, DAR, dan TIER) mampu menjelaskan variabel dependen (PBV) sebesar 68.4%, sedangkan sisanya sebesar 31.6% dijelaskan oleh variabel-variabel lain

di luar model.

Uji *t* digunakan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model regresi, masing-masing berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Tabel 5 merupakan hasil uji *t* yang telah dilakukan.

Berdasarkan hasil uji *t* dalam Tabel 5, dapat diketahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Variabel INST tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini dapat dilihat dari besarnya nilai signifikansi sebesar 0.102 ( $\geq 0.05$ ). Dari hasil uji *t* didapatkan bahwa variabel INSD tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini dapat dilihat dari besarnya nilai signifikansi sebesar 0.412 ( $\geq 0.05$ ). Variabel DPR tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini dapat dilihat dari besarnya nilai signifikansi sebesar 0.199 ( $\geq 0.05$ ). Variabel DPS tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini dapat dilihat dari besarnya nilai signifikansi sebesar 0.444 ( $\geq 0.05$ ). Variabel DR tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini dapat dilihat dari besarnya nilai

**Tabel 2. Hasil Uji Autokorelasi**

<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>	<i>Durbin Watson</i>
1	.842	.710	.684	341190335	.744

a. Predictors: (constant), TIER, INSD, DAR, LTDR, DPR, DPS, INST, DR, LTDR

b. Dependent Variable: PBV

Tabel 3. Hasil Uji F

ANOVA <sup>a</sup>						
	<i>Model</i>	<i>Sum of Squares</i>	<i>df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
1	<i>Regression</i>	3243845	10	324385	27865	.000 <sup>b</sup>
	<i>Residual</i>	1327084	114	11.641		
	<i>Total</i>	4570929	124			

signifikansi sebesar 0.404 ( $\geq 0.05$ ). Variabel DER memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini dapat dilihat dari besarnya nilai signifikansi sebesar 0.000 ( $< 0.05$ ). Variabel LTDR memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini dapat dilihat dari besarnya nilai signifikansi sebesar 0.000 ( $< 0.05$ ). Variabel LTDER memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini dapat dilihat dari besarnya nilai signifikansi sebesar 0.080 ( $\geq 0.05$ ). Variabel DAR memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini dapat dilihat dari besarnya nilai signifikansi sebesar 0.000 ( $< 0.05$ ). Variabel TIER memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini dapat dilihat dari besarnya nilai signifikansi sebesar 0.857 ( $\geq 0.05$ ).

Berdasarkan tabel pengujian *r* parsial (tabel uji *t*) maka besarnya signifikansi dari variabel independen secara parsial dilihat dari nilai Beta (*Standardized Coefficients*). Sehingga, dapat disimpulkan bahwa dari hasil pengujian *r* parsial, variabel yang berpengaruh dominan secara parsial dimulai dari nilai signifikansi tertinggi sampai signifikansi terendah berturut-turut dijelaskan sebagai berikut. Pertama, *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan variabel yang berpengaruh paling dominan secara parsial dengan nilai beta (*Standardized Coefficient*) sebesar 1.133. Artinya, variabel DER secara parsial mampu menjelaskan PBV dan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (PBV) sebesar 1.133. Kedua, *Total Debt to Capital Asset Ratio* (DAR) merupakan variabel yang berpengaruh dominan kedua secara parsial dengan nilai beta (*Standardized Coefficient*) sebesar 0.861. Artinya, variabel DAR secara parsial mampu menjelaskan

PBV dan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (PBV) sebesar 0.861. Ketiga, *Long Term Debt Ratio* (LTDR) merupakan variabel yang berpengaruh dominan ketiga secara parsial dengan nilai beta (*Standardized Coefficient*) sebesar 0.610. Artinya, variabel LTDR secara parsial mampu menjelaskan PBV dan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (PBV) sebesar 0.610.

Variabel yang tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan dari tingkat signifikansi atau dominan tertinggi sampai terendah, secara berturut-turut dijelaskan sebagai berikut. Pertama, *Long Term Debt to Equity Ratio* (LTDER) tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi tertinggi. Besarnya tingkat signifikansi LTDER yang dihasilkan yaitu sebesar 0.261. Kedua, *Institutional Ownership* (INST) tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi tertinggi kedua. Besarnya tingkat signifikansi INST yang dihasilkan yaitu sebesar 0.103. Ketiga, *Debt Ratio* (DR) tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi tertinggi ketiga. Besarnya tingkat signifikansi INST yang dihasilkan yaitu sebesar 0.103. Kelima, *Dividend Payout Ratio* (DPR) tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi tertinggi keempat. Besarnya tingkat signifikansi DPR yang dihasilkan yaitu sebesar 0.072. Keenam, *Insider Ownership* (INSD) tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi tertinggi kelima. Besarnya tingkat signifikansi INSD yang dihasilkan yaitu sebesar

Tabel 4. Koefisien Determinasi

<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>
1	.842 <sup>a</sup>	.710	.684	3.41190335

**Tabel 5. Hasil Uji t**

<i>Model</i>	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficient</i>	<i>t</i>	<i>Sig.</i>
	<i>B</i>	<i>Std. Error</i>	<i>Beta</i>		
(Constant)	-.080	1.996		-.040	.968
INST	.039	.024	.103	1.647	.102
INSD	.097	.118	.044	.823	.412
DPR	.062	.048	.072	1.293	.199
DPS	-.001	.001	-.044	-.767	.444
DR	2.804	3.351	.091	.837	.404
DER	.517	.046	1.133	11.245	.000
LTDR	-22.318	5.721	-.610	-3.901	.000
LTDER	3.679	2.081	.261	1.768	.080
DAR	-9.411E-015	.000	-.861	-9.979	.000
TIER	3.436E-005	.000	.010	.180	.857

0.044. Ketujuh, *Dividend Per Share* (DPS) tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi tertinggi keenam. Besarnya tingkat signifikansi DPS yang dihasilkan bernilai negatif yaitu sebesar 0.044. Kedelapan, *Times Interest Earned Ratio* (TIER) tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi tertinggi ketujuh. Besarnya tingkat signifikansi TIER yang dihasilkan yaitu sebesar 0.010.

#### **Persamaan regresi linear multipel.**

Regresi linier multipel digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen yaitu *Institutional Ownership* (INST), *Insider Ownership* (INSD), Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio* dan *Dividend Per Share*) dan *Leverage* (*Debt Ratio*, *Debt to Equity Ratio*, *Long Term Debt Ratio*, *Long Term Debt to Equity Ratio*, *Total Debt to Capital Asset Ratio* dan *Times Interest Earned Ratio*) terhadap nilai perusahaan (*Price to Book Value*) menggunakan program software SPSS (*Statistic Package for the Social Sciens*) 20.00 for windows. Tabel 6, kolom *Unstandardized Coefficients* bagian B menunjukkan persamaan regresi yang dapat menjelaskan ada atau tidaknya hubungan antara INST, INSD, DPR, DPS, DR, DER, LTDR, LTDER, DAR dan TIER terhadap PBV. Selain itu, tabel 6 juga memberikan informasi mengenai pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Berdasarkan *Unstandardized*

*Coefficients*-nya, dihasilkan persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$Y = -0.080 + 0.039X_1 + 0.097X_2 + 0.062X_3 - 0.001X_4 + 2.804X_5 + 0.517X_6 - 22.318X_7 + 3.679X_8 - 9.411X_9 + 3.436X_{10}$$

Berdasarkan model regresi di atas dapat disimpulkan bahwa koefisien regresi bernilai negatif menunjukkan hubungan berlawanan arah. Dalam model regresi ini, variabel yang memiliki hubungan berlawanan arah dengan nilai perusahaan yaitu *Dividend Per Share* ( $\beta_4$ ) yang bernilai -0.001 menunjukkan bahwa DPS memiliki hubungan yang berlawanan arah (terbalik) terhadap nilai perusahaan. Apabila DPS mengalami kenaikan sebesar satu satuan, maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan sebesar 0.001 dengan asumsi bahwa variabel independen lain konstan. *Long Term Debt Ratio* ( $\beta_7$ ) bernilai -22.318 yang menunjukkan bahwa LTDR mengalami kenaikan sebesar satu satuan, maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan sebesar 22.318 dengan asumsi bahwa variabel independen lain konstan. *Total Debt to Capital Asset Ratio* ( $\beta_9$ ) sebesar -9.411 yang menunjukkan bahwa ketika DAR mengalami kenaikan sebesar satu satuan, maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan sebesar 9.411 dengan asumsi bahwa variabel independen lain konstan.



Di sisi lain, koefisien regresi yang bernilai positif menunjukkan hubungan searah. Dalam model regresi di atas, maka variabel yang memiliki hubungan searah dengan nilai perusahaan yaitu *Institutional Ownership* dengan koefisien regresi ( $\beta_1$ ) sebesar 0.039, *Insider Ownership* ( $\beta_2$ ) sebesar 0.097, *Dividend Payout Ratio* ( $\beta_3$ ) dengan koefisien regresi sebesar 0.062, *Debt Ratio* ( $\beta_4$ ) dengan koefisien regresi sebesar 2.804, koefisien regresi *Debt to Equity Ratio* ( $\beta_5$ ) sebesar 0.517, *Long Term Debt to Equity Ratio* ( $\beta_6$ ) dengan koefisien regresi sebesar 3.679 dan *Times Interest Earned Ratio* ( $\beta_{10}$ ) dengan koefisien regresi sebesar 3.436. Artinya, ketika *Institutional Ownership*, *Insider Ownership*, *Dividend Payout Ratio*, *Debt Ratio*, *Debt to Equity Ratio*, *Long Term Debt to Equity Ratio*, *Times Interest Earned Ratio* mengalami kenaikan satu satuan, maka nilai perusahaan juga akan meningkat sesuai dengan nilai koefisien regresi dalam model regresi tersebut.

**Pengaruh secara simultan variabel struktur kepemilikan, kebijakan dividen dan leverage terhadap nilai perusahaan.** Berdasarkan hasil pengujian statistik yang telah dilakukan, dibuktikan bahwa INST, INSD, DPR, DPS, DR, DER, LTDR, LTDER, DAR dan TIER secara bersama-sama mempunyai pengaruh signifikan terhadap PBV 25 perusahaan yang terdaftar dalam Indeks Kompas100. Hal ini ditunjukkan oleh hasil uji F yang memiliki probabilitas signifikan yaitu *Sig* sebesar 0.000, maka nilai tersebut kurang dari 0.05 (*Sig* < 0.05). Nilai ini menunjukkan bahwa variabel independen berpengaruh secara simultan. Selain itu, jika dilihat dari nilai  $F_{hitung}$  sebesar 27.865 lebih besar dari  $F_{tabel}$  sebesar 2.45. Hasil penilaian ini memberikan arti bahwa dalam menilai suatu perusahaan, seorang investor maupun calon investor dapat menggunakan 10 variabel tersebut sebagai dasar penilaian dan pembuatan keputusan investasi saham.

Selain itu, kesepuluh variabel ini juga dapat dimanfaatkan oleh pihak-pihak lain yang berkepentingan sebagai acuan dalam menilai dan memprediksi prospek perusahaan di masa mendatang melalui penilaian perusahaan. Bagi perusahaan, variabel ini juga dapat digunakan sebagai acuan dalam mengoptimalkan kinerja guna meningkatkan nilai perusahaan. Nilai koefisien determinasi dalam penelitian ini adalah 0.684. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen (INST, INSD, DPR, DPS, DR, DER, LTDR,

LTDER, DAR, TIER) mampu menjelaskan variabel dependen (PBV) sebesar 68.4%, sedangkan sisanya sebesar 31.6% dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model.

**Pengaruh secara parsial variabel struktur kepemilikan, kebijakan dividen dan leverage terhadap nilai perusahaan.**

Dari hasil penelitian yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa *Institutional Ownership* (INST) tidak berpengaruh signifikan secara parsial terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan oleh besarnya nilai probabilitas signifikan sebesar 0.102 ( $\geq 0.05$ ). Namun, dengan keyakinan 85% INST dapat berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan. Besarnya pengaruh INST terhadap nilai perusahaan sebesar 0.103. Pengaruh positif INST terhadap nilai perusahaan dapat diartikan bahwa semakin tinggi nilai INST maka nilai perusahaan semakin meningkat. Dalam hal ini, ketika perusahaan memiliki kepemilikan institusi yang tinggi, maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Hasil ini tidak sesuai dengan dugaan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi dapat bertindak sebagai pihak yang berperan besar dalam memonitor perusahaan, sehingga manajer akan efisien dalam memanfaatkan aset perusahaan. Berdasarkan hasil ini disimpulkan bahwa persentase kepemilikan saham oleh pihak institusi yang besar tidak efektif dalam memonitor perilaku manajer dalam suatu 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.

*Insider Ownership* (INSD) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan oleh besarnya nilai probabilitas signifikan sebesar sebesar 0.412 ( $\geq 0.05$ ) yang berarti tidak berpengaruh signifikan secara parsial terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Morck, *et al.* (1988) yang secara garis besar menyatakan bahwa struktur kepemilikan pada dasarnya terdiri dari dua dimensi yaitu kepemilikan oleh orang dalam atau manajerial (*insider ownership*) dan kepemilikan institusional (*institutional ownership*).

Pada umumnya pemilik institusional bertindak sebagai pihak yang melakukan pengawasan terhadap perusahaan.

Peningkatan aktivitas investor didukung dengan adanya usaha mereka untuk meningkatkan tanggung jawab manajemen. Aktivitas pengawasan tersebut dapat dilakukan dengan cara menempatkan para komite penasehat (*advisory commitees*) yang bekerja untuk melindungi kepentingan investor. Bentuk pengawasan lain yang dapat dilakukan yaitu dengan cara memberikan masukan-masukan sebagai bahan pertimbangan bagi pihak manajemen dalam menjalankan usaha dan melalui rapat umum pemegang saham. Sehingga, semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh institusional maka akan menyebabkan usaha pengawasan menjadi lebih efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer (Murni dan Andriana 2007).

Penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) dengan obyek penelitian pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur serta Wahyudi dan Pawestri (2006) mengenai pengaruh *institutional ownership* membuktikan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil yang diperoleh mengenai hubungan antara *insider ownership* dan nilai pasar perusahaan menunjukkan hubungan *non-monotonic*. Artinya, hubungan tersebut terlihat ketika nilai perusahaan pertama meningkat, kemudian menurun, dan akhirnya meningkat sedikit seiring dengan meningkatnya kepemilikan dari Dewan Direktur. Peningkatan INSD akan memberikan kecenderungan untuk melakukan penggabungan antara fungsi manajemen dan kontrol dalam perusahaan. Penggabungan semacam ini akan menyebabkan pengambilan keputusan investasi yang tidak optimal yang hanya menguntungkan pihak manajemen, namun merugikan pemegang saham minoritas karena adanya perbedaan kepentingan di antara kedua jenis pemegang saham (Fama dan Jensen 1983). Bahkan, INSD yang terlalu tinggi akan cenderung memberikan *entrenchment effect* yaitu kondisi dimana manajemen perusahaan sudah tidak lagi mengikuti tata kelola kontrol dan mekanisma kontrol perusahaan (Berger, Ofek, dan Yermack 1997). Dalam hal ini, manajemen perusahaan dapat memiliki insentif untuk mengambil keuntungan yang bersifat pribadi yang merugikan perusahaan sekaligus mengambil alih hak yang dimiliki oleh saham minoritas (Faccio dan Lasfer 2002).

Menurut *agency theory*, pemisahan tanggung jawab antara kepemilikan perusahaan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan konflik keagenan. Konflik keagenan ini terjadi karena *agent* dan *principal* memiliki kepentingan masing-masing yang saling bertentangan karena *agent* dan *principal* selalu berusaha untuk memaksimalkan utilitasnya masing-masing. Menurut Haruman (2008), perbedaan kepentingan yang terjadi antara manajemen dan para pemegang saham mengakibatkan manajemen berperilaku tidak etis dan curang yang dapat merugikan pemegang saham. Manajer yang sekaligus berperan sebagai pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kekayaan para pemegang saham pun juga akan meningkat. Penelitian yang menguji mengenai pengaruh *insider ownership* banyak dilakukan, namun memberikan hasil yang berbeda. Endraswati (2010) dengan obyek penelitian perusahaan yang terdaftar dalam BEI serta Soliha dan Taswan (2002) menyimpulkan bahwa kepemilikan *insider* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan semakin tinggi kepemilikan *insider* dan kebijakan utang, semakin tinggi pula nilai perusahaan.

Hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* (DPR) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan oleh besarnya probabilitas signifikan sebesar 0.199 ( $\geq 0.05$ ) yang berarti tidak berpengaruh signifikan secara parsial. Hasil yang diperoleh juga menyatakan bahwa *Dividend Per Share* (DPS) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh besarnya nilai signifikan sebesar 0.444 ( $\geq 0.05$ ).

*Dividend per Share* merupakan total dari semua dividen tunai yang dibagikan kepada pemegang saham perusahaan dibandingkan dengan jumlah saham yang beredar (Weston dan Copeland 2011). Salah satu alasan investor membeli saham adalah untuk mendapatkan dividen. Investor mengharapkan dividen yang diterimanya dalam jumlah besar dan mengalami peningkatan dari perioda satu ke perioda lainnya. DPS yang tinggi mencerminkan perusahaan memiliki prospek yang baik dan akan menarik minat investor yang memanfaatkan dividen untuk keperluan konsumsi, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Gibson 2003). Penelitian yang dilakukan oleh Naibaho (2010) serta Afzal dan Rohman

(2012) dengan obyek penelitian perusahaan manufaktur menunjukkan bahwa DPS berpengaruh terhadap nilai perusahaan (harga saham).

Modigliani dan Miller (1989) berpendapat bahwa *irrelevance dividend* yang berarti bahwa tidak ada kebijakan yang optimal dalam hal kebijakan dividen karena dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan. Gordon dan Lintner (1956) berpendapat bahwa dividen memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan *capital gain*. Sehingga, dividen setelah pajak dan penawaran *dividend yield* yang lebih tinggi akan meminimumkan biaya modalnya. Sedangkan, kelompok lain berpendapat bahwa karena dividen cenderung dikenai pajak daripada *capital gain* maka seorang investor cenderung meminta keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividend yield*. Kelompok ini menyarankan bahwa dengan DPR yang rendah, maka akan dapat memaksimumkan nilai perusahaan. Dari ketiga pendapat yang cenderung bertentangan tersebut jika memiliki kandungan informasi yang tinggi maka dapat dikatakan bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Sebaliknya, ketika pembayaran dividen mengalami penurunan akan dilihat sebagai prospek perusahaan yang buruk maka dalam hal ini kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Taswan 2003). Penelitian yang dilakukan oleh Sulito (2008) serta Wijaya dan Wibawa (2010) dengan obyek penelitian seluruh perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia menyimpulkan bahwa *leverage* yang diwakili oleh variabel DPR berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Maka, hipotesis yang dapat disimpulkan sebagai dugaan sementara untuk hasil penelitian ini adalah sebagai berikut.

Hasil penelitian ini sesuai dengan *dividend irrelevance theory* yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1961) atau yang dikenal dengan teori MM. Teori MM berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba, bukan bagaimana laba tersebut dibagi antara dividen dan laba ditahan, sehingga kebijakan dividen tidak relevan untuk dipersoalkan. Nilai suatu perusahaan dalam Teori MM dinyatakan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan risiko bisnis. Modigliani dan Miller (1961) dalam Brigham dan Houston

(2009), menyebutkan bahwa DPR tidak mempunyai pengaruh pada harga saham perusahaan atau biaya modalnya. Modigliani dan Miller (1961) menyatakan bahwa DPR adalah tidak relevan, selanjutnya nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power* dari aset perusahaan. Sementara itu, keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak memengaruhi nilai perusahaan.

Dari hasil penelitian yang telah dilakukan, dapat dikatakan bahwa DR tidak berpengaruh terhadap harga saham yang ditunjukkan oleh besarnya probabilitas signifikan sebesar 0.404 ( $\geq 0.05$ ) yang berarti tidak berpengaruh signifikan secara parsial. Peningkatan utang dapat diartikan oleh pihak luar sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah. Hal ini akan di respon secara positif oleh pasar (Brigham dan Houston 2009). Peningkatan pendanaan melalui utang merupakan salah satu alternatif untuk mengurangi adanya biaya keagenan. Utang dapat mengendalikan manajer untuk mengurangi tindakan *perquisites* dan kinerja perusahaan menjadi lebih efisien, sehingga penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat (Arieska dan Gunawan 2011). Penelitian Sulito (2008), Afzal dan Rohman (2012) menyatakan bahwa *leverage* atau kebijakan pendanaan dari utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penggunaan hutang sampai dengan batas tertentu akan meningkatkan nilai perusahaan, dan selebihnya penggunaan utang akan menurunkan nilai perusahaan. Penggunaan utang yang dimiliki oleh perusahaan ada batas maksimalnya, yaitu terjadi ketika *marginal income* dari *present value* penghematan pajak sama dengan *marginal cost (MC)* dari biaya kebangkrutannya. Oleh karena itu, kebijakan manajerial lebih diarahkan pada kebijakan struktur modal yang optimal, agar nilai perusahaan meningkat.

*Leverage* dalam penelitian ini diukur menggunakan DER dan menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan oleh besarnya nilai probabilitas signifikan sebesar 0.000 ( $< 0.05$ ). Besarnya pengaruh positif DER terhadap nilai perusahaan sebesar 1.183. Pengaruh positif DER terhadap nilai perusahaan dapat diartikan bahwa semakin tinggi

nilai DER maka nilai perusahaan semakin meningkat.

Apabila perusahaan memiliki utang total yang lebih besar dibandingkan dengan total yang dimiliki oleh perusahaan maka perusahaan tersebut dikatakan tidak solvabel. Ketika perusahaan memiliki *leverage* yang tinggi maka menunjukkan bahwa kreditor menyediakan banyak dana yang semakin besar (Hanafi 2005). Hal ini akan membuat investor lebih berhati-hati untuk melakukan investasi pada perusahaan yang memiliki rasio *leverage* yang tinggi. Hal ini disebabkan karena semakin tinggi rasio *leverage* perusahaan maka semakin tinggi pula risiko investasinya (Weston dan Copeland 2011). Soliha dan Taswan (2002) serta Kusnaeni (2012) dengan obyek penelitian industri barang konsumsi meneliti mengenai pengaruh *leverage* dengan menggunakan DER terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menyimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dalam hal ini, ketika perusahaan memilih pendanaan melalui utang dengan jumlah persentase yang lebih besar maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Hasil penelitian ini sesuai dengan pandangan tradisional yang diwakili oleh dua teori yaitu *Trade off Theory* dan *Pecking Order Theory*. Menurut *Trade off Theory*, perusahaan akan menetapkan target dari utang untuk memaksimalkan nilai pasar. Target utang yang dimaksud yaitu *trade off* dari *bankruptcy cost* dan *tax benefit*. Apabila perusahaan menambah target rasio utangnya, maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan dari pajak. Hal ini dikarenakan perusahaan akan mendapatkan keuntungan pajak, karena pajak yang dibayarkan lebih kecil dengan adanya pembayaran bunga dari utang atau adanya *interest tax shield*, namun dengan meningkatkan nilai utang perusahaan maka perusahaan akan menanggung risiko kebangkrutan yang akan menimbulkan *bankruptcy cost* yang lebih besar apabila perusahaan menambah utang ke dalam struktur pendanaan jangka panjangnya. Ketika perusahaan menggunakan utang, berarti perusahaan membayarkan sejumlah bunga yang berperan sebagai pengurang pajak (*tax deductible*). Artinya, pembayaran bunga ini akan mengurangi kewajiban perusahaan dalam membayar pajak dan memberikan pengaruh terhadap peningkatan nilai arus

kas setelah pajak. Dalam hal ini, perusahaan akan selalu meningkatkan arus kas dan nilai pasarnya. Untuk mencapai tujuan tersebut, maka perusahaan akan banyak menggunakan pendanaan melalui utang (Brealey *et al.* 2007).

Hasil penelitian juga menyimpulkan bahwa LTDR berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan oleh besarnya nilai probabilitas signifikan sebesar 0.008 (<0.05). Sehingga, dapat dinyatakan bahwa variabel LTDR berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Nilai koefisien dalam variabel LTDR yaitu negatif yang mengindikasikan bahwa semakin tinggi LTDR, maka nilai perusahaan semakin rendah. *Long Term Debt Ratio* adalah salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur *leverage* perusahaan. Rasio ini merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan modal sendiri yang ditambah dengan proporsi sewa atau *leasing* yang dijadikan jaminan untuk memenuhi utang jangka panjangnya (Subramanyam dan Wild 2010). Penelitian yang dilakukan oleh Soliha dan Taswan (2002) serta Khoir *et al.* (2012) pada perusahaan subsektor perdagangan menyimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan tidak signifikan secara parsial terhadap nilai perusahaan.

Sesuai dengan *trade off theory*, penggunaan utang yang melebihi titik optimal akan mengalami *exposure* terhadap *bankruptcy cost* karena perusahaan akan menghadapi risiko tidak mampu untuk melunasi bunga maupun *principal* (pemegang saham) dari utang yang terlalu besar. Karena terdapat kemungkinan dari *financial distress* tersebut, maka perusahaan akan menghadapi dua tipe dari *bankruptcy cost* yaitu biaya langsung dan biaya tidak langsung. Dalam jangka panjang atau LTDR, perusahaan akan dihadapkan pada biaya tidak langsung. Hal ini dapat dilihat ketika perusahaan melakukan perubahan dalam keputusan investasinya yang akan menyebabkan terjadinya *financial distress*. Tentu saja hal ini akan menyebabkan kemungkinan jatuhnya harga saham dari perusahaan dikarenakan kinerja perusahaan menurun. Pajak dan *bankruptcy cost* memberikan suatu gambaran bahwa keuntungan dan kerugian dari penggunaan *leverage* atau utang yang melebihi batas optimal dari kemampuan perusahaan yang bersangkutan.

Dari hasil penelitian yang telah dilakukan, LTDER tidak berpengaruh terhadap

nilai perusahaan yang ditunjukkan oleh besarnya probabilitas signifikan sebesar 0.080 ( $\geq 0.05$ ) yang berarti tidak berpengaruh signifikan secara parsial. Namun, dengan keyakinan 90%, LTDER dapat berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan *signalling theory* yang menyatakan bahwa adanya LTDER tinggi dapat meningkatkan atau menurunkan nilai perusahaan. Adanya LTDER yang tinggi dapat dilihat oleh investor sebagai signal yang negatif karena investor menganggap perusahaan tidak memiliki banyak dana untuk mengembangkan atau memperluas usaha jika perusahaan lebih banyak mengandalkan modal sendiri dibandingkan utang yang jumlahnya terbatas. Dengan keterbatasan modal, investor berpendapat bahwa kesempatan untuk ekspansi atau memperluas usaha juga terbatas. Sehingga, tidak banyak keuntungan yang diharapkan dari perusahaan. Oleh karena itu, investor tidak tertarik untuk menanamkan modal pada perusahaan. Kondisi semacam ini yang menyebabkan permintaan terhadap saham akan menurun.

*Long Term Debt to Equity Ratio* adalah salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur *leverage* perusahaan. Rasio ini merupakan rasio yang mengukur kemampuan modal sendiri untuk dijadikan jaminan utang jangka panjang perusahaan. Rasio ini menunjukkan berapa bagian modal pemilik yang menjadi jaminan utang jangka panjang yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin rendah rasio ini akan semakin aman bagi kreditor jangka panjang (Subramanyam dan Wild 2010). Penelitian yang dilakukan Wijaya dan Wibawa (2010) serta Kusnaeni (2012) menyebutkan bahwa *leverage* secara berturut-turut berpengaruh positif dan negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dari hasil penelitian yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa *Total Debt to Capital Asset Ratio* (DAR) berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan oleh besarnya nilai probabilitas signifikan sebesar 0.000 ( $< 0.05$ ). Besarnya pengaruh negatif DAR terhadap nilai perusahaan sebesar -0.882. Pengaruh negatif DAR terhadap nilai perusahaan dapat diartikan bahwa semakin tinggi nilai DAR maka nilai perusahaan semakin menurun. Secara teoritis, semakin tinggi DAR maka semakin tidak menguntungkan bagi para kreditor, karena jaminan modal pemilik terhadap utang semakin kecil

(Subramanyam dan Wild 2010). DAR sebagai salah satu variabel yang digunakan untuk mengukur *leverage* perusahaan merupakan suatu bentuk kebijakan untuk mendapatkan modal pinjaman dari luar perusahaan yang membiayai kegiatan operasionalnya dengan menggunakan modal dari luar perusahaan (utang) dan menanggung suatu beban yang bersifat tetap dengan tujuan untuk meningkatkan laba per lembar sahamnya (Agus 2001). Dengan menggunakan *leverage* perusahaan, maka akan menguntungkan perusahaan dan dapat meningkatkan laba bagi para pemegang saham serta meningkatkan harga saham perusahaan di pasar.

*Total Debt to Capital Asset* adalah salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur *leverage* perusahaan. Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar aktiva yang digunakan untuk menjamin utang perusahaan dan untuk mengetahui berapa bagian setiap rupiah dari modal pemilik yang digunakan untuk menjamin utang. Semakin besar rasio ini semakin tidak menguntungkan bagi para kreditor, karena jaminan modal pemilik terhadap utang semakin kecil. Penelitian yang dilakukan oleh Endraswati (2010) menyimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Secara teoritis, adanya DAR yang dimiliki oleh perusahaan dapat memengaruhi nilai perusahaan yaitu dilihat dari segi kreditor yang telah memberikan pinjaman kepada perusahaan.

Hasil penelitian menyimpulkan bahwa *Times Interest Earned Ratio* (TIER) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan oleh besarnya probabilitas signifikan sebesar 0.857 ( $\geq 0.05$ ) yang berarti tidak berpengaruh signifikan secara parsial terhadap nilai perusahaan. TIER merupakan salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur *leverage* suatu perusahaan. Rasio ini merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur besarnya jaminan keuntungan yang digunakan untuk membayar utang jangka panjang. Rasio ini menunjukkan seberapa jauh laba sebelum bunga dan pajak (laba operasi) dapat berkurang untuk membayar bunga utang jangka panjang. Semakin tinggi rasio ini, maka semakin baik bagi para kreditor maupun pihak manajemen, karena akan semakin terjamin pembayaran bunga tetap bagi kreditor, atau semakin besar sisa laba yang akan digunakan untuk kebutuhan lain (Subramanyam dan Wild 2010).

Penelitian yang dilakukan oleh Endraswati (2010) pada perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia serta Wijaya dan Wibawa (2010) menyimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. TIER merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memberikan proteksi atau perlindungan terhadap kreditor jangka panjang, khususnya dalam membayar bunga. TIER juga merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur besarnya keuntungan yang dapat berkurang (turun) tanpa mengakibatkan adanya kesulitan keuangan dikarenakan perusahaan mampu membayar bunga. Apabila dilihat pengaruh TIER terhadap peringkat *bond*, cenderung berpengaruh negatif namun tidak signifikan. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba akan memberikan proteksi bagi kreditor jangka panjang khususnya dalam membayar bunga (Manurung dan Rahardja 2008). Oleh karena itu, akan menurunkan kepercayaan kreditor terhadap perusahaan. Penurunan kepercayaan dari kreditor ini akan memberikan pengaruh negatif terhadap kredit *rating* perusahaan.

#### SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, maka simpulan hasil yang diperoleh dalam penelitian ini adalah variabel INST, INSD, DPR, DPS, DR, DER, LTDR, LTDER, DAR dan TIER berpengaruh signifikan secara simultan atau bersama-sama terhadap nilai perusahaan (PBV). Variabel DER, DAR dan LTDR berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan (PBV). Hasil simpulan akhir adalah bahwa variabel INST, INSD, DPR, DPS, DR, LTDER, TIER tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan simpulan yang telah diperoleh, peneliti memberikan saran bagi penelitian selanjutnya untuk dapat menambahkan variabel-variabel penelitian (seperti profitabilitas, ukuran perusahaan dan keputusan investasi). Menambah periode penelitian dan memperluas sampel penelitian yang tidak hanya perusahaan yang masuk dalam Indeks Kompas100 saja. Penggunaan sampel penelitian berdasarkan indeks-indeks lain, industri atau sensus terhadap seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia juga menarik dan perlu untuk dilakukan.

Investor maupun calon investor diharapkan mampu menggunakan informasi yang dimiliki oleh perusahaan khususnya 25 perusahaan yang masuk dalam Indeks Kompas100. Khususnya informasi yang terkait dengan variabel yang memengaruhi nilai perusahaan, khususnya penggunaan *leverage* oleh perusahaan-perusahaan tersebut guna meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang masuk dalam Indeks Kompas100, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai gambaran oleh pihak manajemen perusahaan, khususnya ke 25 perusahaan yang masuk sebagai obyek penelitian mengenai kinerja perusahaan yang diukur menggunakan *leverage* perusahaan (variabel yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan).

#### DAFTAR RUJUKAN

- Agus, S. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. BPFE. Yogyakarta.
- Ahmad, A.W. dan Y., Septriani. 2008. "Konflik Keagenan: Tinjauan Teoritis dan Cara Mengurangnya". *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, Vol 3, hlm 47-55.
- Berger, P G., E., Ofek dan D.L, Yermack. 1997. "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions". *Journal of Finance*, Vol. 52. hlm 1414-1438
- Brealey, R.A., S.C., Myers, dan A.J. Marcus. 2007. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Erlangga. Jakarta.
- Brigham, E.F. dan J.F., Houston. 2009. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Buku Satu Edisi Kesepuluh, Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto. Salemba Empat. Jakarta.
- Endraswati, H. 2010. "Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Utang sebagai Variabel *Moderating* pada Perusahaan di BEI". *Skripsi tidak dipublikasikan STAIN Salatiga*.
- Faccio, M. dan M.A., Lasfer. 2000. "Do Occupational Pension Funds Monitor Companies in which They Hold Large Stakes". *Journal of Corporate Finance*, Vol 6, hlm 71-110.
- Fama, E.F. dan M.C., Jensen. 1983. "The Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, hlm 301-328.
- Hanafi, M.M. 2005. *Manajemen Keuangan*. BPFE. Yogyakarta.

- Haruman, T. 2008. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan". *Simposium Nasional Akuntansi XI*, Pontianak.
- James, A.H. 2007. *Sistem Informasi Akuntansi*. Edisi Ketiga. Terjemahan Amir Abadi Yusuf. Salemba Empat. Jakarta.
- Jensen, M.C. dan W.H., Meckling. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behaviour Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Edisi Oktober, hlm 305-360.
- Khoir, V.B., S.R., Handayani dan Z.A., Zahroh. 2012. "Pengaruh *Earning Per Share*, *Return on Asset*, *Net Profit Margin*, *Debt to Assets Ratio* dan *Long Term Debt to Equity Ratio* terhadap Harga Saham". *Artikel tidak Dipublikasikan*. Universitas Brawijaya. Malang.
- Kusnaeni, D. 2012. "Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan pada Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia". *Skripsi tidak Dipublikasikan*. Universitas Terbuka. Jakarta.
- Manurung, A.H. dan P., Rahardja. 2008. *Teori Ekonomi Makro: Suatu Pengantar*. Penerbit FE UI. Jakarta.
- Modigliani, F dan M.H., Miller. 1961. "Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares". *Journal of Business*, Vol. 34, hlm 411-433.
- Morck, R, A, Shleifer dan R., Vishny. 1988. "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis". *Journal of Financial Economic*, Vol. 20, hlm 293-315.
- Murni, S. dan Andriana. 2007. "Pengaruh *Insider Ownership*, *Institutional Investor*, *Dividend Payment*, dan *Firm Growth* terhadap Kebijakan Utang Perusahaan (Studi kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta)". *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 7, No. 1, hlm 15-24.
- Santoso, S. 2012. *Panduan Lengkap Menguasai Statistik dengan SPSS 20*. Penerbit PT Elex media Komputindo. Jakarta.
- Soliha, E. dan Taswan. 2002. "Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Memengaruhinya". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, STIE Stikubank Semarang, hlm 1-18.
- Subramanyam, K.R. dan J.J., Wild. 2010. *Analisis Laporan Keuangan* Buku 1 Edisi 10. Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- Sujoko dan U., Soebiantoro. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, *Leverage*, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, Vol. 9, No.1, hlm 41-48.
- Sukmaja. 2009. "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Utang Dalam Mengontrol Masalah Keagenan: Studi Empiris Perusahaan yang Terdaftar di JII". *Skripsi tidak Dipublikasikan*. Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah. Jakarta.
- Sulito. 2008. "Analisis Pengaruh *Insider Ownership*, Kebijakan Dividen dan *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII) Tahun 2001-2005)". *Skripsi tidak Dipublikasikan*. Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga. Yogyakarta.
- Tamba, E.G.H. 2011. "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan". *Skripsi tidak Dipublikasikan*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Tandelilin, E. dan T., Wilberforce. 2002. "Can Debt and Dividen Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?". *Gadjah Mada International Journal of Bussines*, Vol. 4, hlm 31-43.
- Wahyudi, U. dan H., Pawestri, 2006. "Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening". *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*. 23-26 Agustus.
- Weston, F.J dan T.E., Copeland. 2011. *Manajemen Keuangan*. Binarupa Aksara Publisher. Jakarta.
- Widyastuti, E. 2004. "Konflik Kepentingan Manajerial pada Pemilihan Metoda Akuntansi Persediaan". *Balances*, Vol. 1, hlm 1-12.
- Wijaya, L.R. dan A., Wibawa 2010. "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan". *Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto*.