

Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional, Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi Dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia)

Annisa Rachmasari¹
annisarachma123@gmail.com
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Brawijaya Malang

David Kaluge²
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Brawijaya Malang

Abstract

This study aims to obtain empirical evidence about the structure of institutional ownership of funding decisions, investment decisions, dividend policies that have a positive effect on firm value. Dependent variable Corporate value is calculated using Tobin's Q, the independent variable uses the institutional ownership structure, DER, investment decision, DPR. Population is a manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange in 2017. Sampling used a purposive sampling method and obtained as many as 41 companies. This study used Wald's multiple linear regression method and moderate regression analysis. The results of the study indicate that the structure of institutional ownership, funding decisions, investment decisions, and dividend policies have a positive effect on firm value.

Keywords: institutional ownership, funding decisions, investment decisions, dividend policy, company value

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai struktur kepemilikan institusional keputusan pendanaan, keputusan investasi, kebijakan deviden yang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Variabel dependen Nilai perusahaan dihitung dengan menggunakan Tobin's Q, variabel independen menggunakan struktur kepemilikan institusional, DER, keputusan investasi, DPR. Populasi adalah perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Indonesia tahun 2017. Pengambilan sampel menggunakan metode purposive sampling dan diperoleh sebanyak 41 perusahaan. Penelitian ini menggunakan metode regresi linear berganda Wald test dan analisis regresi moderasian. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan institusional, keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan kebijakan deviden berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: kepemilikan institusional, keputusan pendanaan, keputusan investasi, kebijakan deviden, nilai perusahaan

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan bisa dikatakan baik apa bila kinerja dari perusahaan tersebut juga baik. Nilai perusahaan yang baik dapat dilihat dari nilai saham perusahaan. Perusahaan yang memiliki nilai saham yang tinggi bisa dikatakan bahwa nilai perusahaannya baik. Tujuan dari perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan yang diikuti dengan peningkatan kemakmuran kepada para pemilik dan pemegang saham. Dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan bisa didefinisikan sebagai sebuah persepsi atau penilaian yang diberikan investor kepada emiten atau perusahaan yang bersangkutan. Definisi nilai perusahaan : "nilai perusahaan adalah harga yang memang bersedia dibayarkan oleh calon pembeli (investor) apabila perusahaan tersebut dijual" (Suad Husnan, 2000). "Nilai perusahaan adalah sebuah harga atau nilai pasar yang dikeluarkan melalui saham umum atau saham yang diperdagangkan secara bebas" (Martin, 2000).

Definisi keduanya dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan adalah harga perusahaan yang bersedia di bayar oleh calon investor yang kaitannya Kenyataannya kewajiban manajer keuangan untuk selalu memberikan kemakmuran kepada para pemilik dan pemegang saham perusahaan tidak selalu berjalan dengan semestinya. Para manajer juga memiliki kepentingan pribadi yang bertujuan untuk memberikan kemakmuran

¹Magister Akuntansi Universitas Brawijaya.

²Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.

secara individu (memakmurkan diri sendiri) yang biasanya semua beban akan dilimpahkan kepada perusahaan. Akibat yang dilakukan oleh manajer ini lah yang berdampak pada ketidak sejalannya antara tujuan dari seorang manajer dalam pengambilan keputusan yang mengarah pada kemakmuran pemilik dan pemegang saham perusahaan untuk enggan dilakukan, atau bisa dikatakan perbedaan kepentingan. Hal ini lah yang akan menimbulkan konflik keagungan pada sebuah perusahaan.

Perbedaan kepentingan yang di maksud adalah perbedaan kepentingan antara manajer yang berperan sebagai pengelola perusahaan (agent) dengan para pemegang saham atau investor (principals). Tidak jarang juga ditemui kasus pada pihak manajemen perusahaan yang memiliki tujuan yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan. Peningkatan kepemilikan saham perusahaan bisa berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan. Banyak cara yang bisa dilakukan manajer perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan yang dikelolanya guna meningkatkan nilai perusahaan yaitu, dengan cara pengambilan keputusan keuangan yang terdiri dari pengambilan keputusan dalam berinvestasi, pendanaan, dan kebijakan deviden.

Penelitian ini akan menggunakan periode tahun 2017. Alasan menggunakan tahun 2017, beberapa riset yang ada menunjukkan bahwa setelah periode krisis moneter, perekonomian Indonesia mulai menerapkan konsep *good corporate governance*. Setelah GCG telah beberapa tahun diterapkan di Indonesia, data yang terbaru diharapkan memberi hasil yang lebih baik. Nilai tukar rupiah yang tinggi pada tahun tersebut. Peneliti akan memfokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Alasan pemilihan sampel ini adalah: pertama, penelitian terdahulu meneliti sampel dari seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sehingga terdapat kemungkinan adanya bias karakteristik industri. Untuk itu, perlu dilakukan penelitian untuk mengetahui konsistensi hasil penelitian sebelumnya. Kedua, perusahaan manufaktur memiliki sensitivitas yang lebih tinggi terhadap setiap kejadian.

Berdasarkan latar belakang diatas peneliti ingin mengetahui Apakah Struktur kepemilikan institusional, keputusan pendanaan, keputusan investasi, kebijakan deviden berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk untuk memperoleh bukti empiris mengenai struktur kepemilikan institusional keputusan pendanaan, keputusan investasi, kebijakan deviden yang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Nilai Perusahaan (Firm Value)

Nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan yang diperoleh oleh sebuah perusahaan yang biasanya dikaitkan dengan harga saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Suatu perusahaan yang memiliki harga saham yang tinggi akan membuat nilai perusahaan tersebut juga tinggi. Apabila nilai perusahaan tinggi bisa berdampak pada kepercayaan pasar terhadap perusahaan juga ikut meningkat bukan hanya pada kinerja perusahaan saat ini tetapi juga pada prospek perusahaan untuk kedepannya.

Beberapa konsep yang menjelaskan tentang nilai perusahaan yaitu nilai nominal, nilai instrinsik, nilai likuiditas, nilai buku, dan nilai pasar (Christiawan dan Tarigan, 2007). Nilai nominal itu sendiri adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, nilai pasar adalah harga yang dihasilkan dari proses tawar-menaawar di pasar saham, nilai buku yaitu nilai dari perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi, sedangkan nilai likuiditas adalah nilai jual dari seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus di penuhi, dan dari kelima konsep tersebut konsep yang paling representatif untuk menentukan nilai suatu perusahaan adalah nilai instrinsik karena bukan hanya sekedar harga dari sekumpulan nilai aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan commit keuntungan to user di masa yang akan datang.

Dalam penilaian perusahaan terkandung unsur proyeksi, asuransi, perkiraan, dan judgment. Beberapa konsep dasar dalam penilaian yaitu (Suharli, 2006):

- 1) Nilai ditentukan untuk suatu waktu atau periode tertentu
- 2) Nilai harus ditentukan pada harga yang wajar
- 3) Penilaian tidak dipengaruhi oleh kelompok pembeli tertentu

Tobin's Q merupakan salah satu rasio yang dinilai paling bisa memberikan informasi yang paling baik, dengan menggunakan rasio Tobin's Q berbagai fenomena dalam kegiatan yang dilakukan perusahaan bisa dijelaskan, misalnya seperti perbedaan cross-sectional dalam pengambilan keputusan investasi dan hubungan antara kepemilikan saham manajemn dan nilai perusahaan.

Teori agensi

Agency theory atau teori keagenan/teori agensi dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976. Dasar teori ini adalah hubungan antara *principal* dengan agen. Menurut Jensen dan Meckling (1976),

hubungan keagenan muncul ketika seseorang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agen*) untuk melakukan suatu pekerjaan sesuai dengan kepentingan *principal* dengan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada agen.

Hubungan antara *principal* dan agen dalam teori agensi dapat dilihat secara luas dalam segala macam hubungan yang ada dalam organisasi termasuk di dalam sebuah perusahaan. Menurut Irfan (2002), dalam teori agensi, perusahaan merupakan *locus* (titik temu) hubungan keagenan antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajemen (*agen*). Di samping itu, hubungan keagenan dalam perusahaan juga melibatkan hubungan antara kreditur (*principal*) dengan manajemen perusahaan (*agen*). Setiap pihak dalam hubungan keagenan berusaha memaksimalkan utilitasnya.

Surifah (1999) menyebutkan bahwa dalam teori agensi terdapat dua macam kontrak. Kontrak tersebut dapat berbentuk:

1. Kontrak Kerja, kontrak kerja dilakukan oleh pemilik perusahaan dengan manajemen puncak perusahaan. Dalam kontrak kerja, pemilik perusahaan merupakan *principal* dan manajer puncak adalah seorang agen.
2. Kontrak Pinjaman, dilakukan oleh manajer perusahaan dengan pemberi pinjaman. Pemberi pinjaman merupakan pihak *principal*, sedangkan manajer perusahaan merupakan agen.

Teori agensi menggunakan beberapa asumsi (Eisendhardt, 1989). Asumsi-asumsi tersebut dibedakan menjadi tiga jenis, yaitu: asumsi tentang sifat manusia, asumsi keorganisasian, dan asumsi informasi. Manusia memiliki keterbatasan rasional (*bounded rationality*), mementingkan diri sendiri, dan tidak menyukai risiko. Asumsi keorganisasian adalah adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria efektivitas, dan adanya *information asymmetry* antara *principal* dan agen. Asumsi informasi adalah bahwa informasi sebagai barang komoditi yang bisa diperjualbelikan. Sedangkan menurut Ciancenelli dan Gonzales (2000), dalam teori keagenan, paling sedikit ada tiga asumsi yang mendasari, yaitu: (1) pasar yang normal dan kompetitif, (2) *nexus* dari asimetri informasi adalah hubungan *principal-agent* antara pemilik dan manajer, (3) struktur modal optimal menghendaki alat yang terbatas (Miller & Modigliani *theorems*, 1963).

Masalah agensi

Jensen dan Meckling (1976) dalam penelitiannya memperkenalkan analisis sistematis pada masalah agensi di Amerika Serikat. Mereka mengembangkan sebuah model terkait kepemilikan manajer pada perusahaan yang dikelolanya. Jensen dan Meckling mendefinisikan α sebagai porsi saham yang dimiliki oleh manajer. Jika $\alpha = 1$, perusahaan dimiliki sepenuhnya oleh manajer sehingga manajer akan menanggung semua risiko ketika kinerja perusahaan menurun.

Masalah agensi bisa terjadi karena adanya *asymmetric information* antara pemilik dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya. *Information asymmetry* terdiri atas dua tipe, pertama adalah *adverse selection*. Pada tipe ini, pihak yang merasa memiliki informasi lebih sedikit dibanding pihak lain tidak akan mau untuk melakukan perjanjian dengan pihak lain tersebut apapun bentuknya, dan jika tetap melakukan perjanjian, dia akan membatasi dengan kondisi yang sangat ketat dan biaya yang sangat tinggi. Akibatnya, investor tidak yakin terhadap kualitas perusahaan dan tidak mau membeli saham perusahaan atau membeli saham perusahaan dengan harga sangat rendah. Kreditur juga akan memberikan batasan-batasan bagi perusahaan yang menimbulkan biaya yang cukup besar (biaya agensi). Kondisi ini membuat kinerja saham perusahaan yang mengalami *adverse selection* menurun.

Scott (2003:418) mencatat beberapa penelitian seperti Merton (1987), Diamond dan Verrenchia (1991), Lang dan Lundholm (1996), dan Healy *et al.* (1999), menunjukkan bahwa berkurangnya masalah agensi yang disebabkan oleh *information asymmetry* akan meningkatkan harga saham yang disebabkan oleh tingginya permintaan akan saham tersebut.

Struktur Kepemilikan Institusional

Struktur kepemilikan perusahaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Tujuan perusahaan sangat ditentukan oleh struktur kepemilikan, motivasi pemilik dan corporate governance dalam proses insentif yang membentuk motivasi manajer. Semakin besar prosentase saham yang dimiliki investor institusional akan menyebabkan pengawasan yang dilakukan menjadi lebih efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan mengurangi agency cost (Jensen, 1986).

Keputusan Keuangan

Manajemen keuangan adalah manajemen terhadap fungsi-fungsi keuangan, dimana fungsi manajemen keuangan meliputi mencari dan mengelola dana yang sudah didapat. Karena itu, manajemen

keuangan sering diartikan dengan manajemen aliran dana (Husnan 1994, Anoraga dan Soegiastuti 1996). Manajemen keuangan adalah sebuah aktivitas yang dilakukan pemilik dan manajemen perusahaan untuk memperoleh sumber modal yang semurah-murahnya dan menggunakannya seefektif, seefisien, dan semaksimal mungkin untuk menghasilkan laba. Manajemen keuangan merupakan manajemen terhadap fungsi-fungsi keuangan. Fungsi-fungsi keuangan tersebut meliputi bagaimana memperoleh dana (raising of fund) dan bagaimana menggunakan dana tersebut (allocation of fund). Manajer keuangan berkepentingan dengan penentuan jumlah aktiva yang layak dari investasi pada berbagai aktiva dan memilih sumber-sumber dana untuk membelanjai aktiva tersebut.

Fungsi dari keuangan adalah salah satu fungsi penting dari pengoprasionalan perusahaan dan memiliki pengaruh yang cukup besar terhadap nilai perusahaan (Adler 2009). Pada fungsi keuangan inilah cara untuk memaksimalkan nilai perusahaan dapat dicapai. Fungsi manajemen keuangan, terdiri dari 3 (tiga) keputusan utama yang harus dilakukan oleh perusahaan yakni keputusan investasi keputusan pendanaan, kebijakan dividen.

Menurut (Fama dan French 1998) mengatakan pengoptimalan nilai perusahaan bisa terwujud melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana pengambilan keputusan keuangan yang oleh seorang manajer akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan. Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran kekayaan para pemegang saham.

Pada keputusan keuangan yang akan diambil oleh manajer seperti keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen memiliki karakter saling terkait satu sama lain. (Murtini 2008) berpendapat bahwa manajemen perusahaan dapat melakukan tiga kebijakan, yaitu kebijakan pendanaan, investasi dan dividen.

Keputusan Investasi

Keputusan dalam berinvestasi merupakan salah satu factor penting dalam fungsi keuangan perusahaan. Nilai perusahaan yang bisa ditentukan oleh keputusan investasi (Fama, 1978). Definisi dari aktiva jangka pendek adalah aktiva dengan jangka waktu kurang dari satu tahun atau kurang dari satu siklus bisnis, dimana dana yang sudah dikeluarkan untuk berinvestasi pada aktiva jangka pendek diharapkan akan diterima pengembaliannya dalam waktu dekat atau kurang dari satu tahun dan diterima sekaligus. Tujuan dari perusahaan berinvestasi pada aktiva jangka pendek adalah sebagai modal kerja atau perasional perusahaan. (Hidayat, 2010) Keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung oleh pihak luar. Beberapa studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi anatara lain (Myers 1977) yang memperkenalkan Investment Opportunities Set (IOS). IOS memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan dimasa yang akan datang.

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan dapat diartikan sebagai keputusan yang menyangkut struktur keuangan (financial structure). Struktur keuangan perusahaan merupakan komposisi dari keputusan pendanaan yang meliputi hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Struktur keuangan perusahaan sering kali berubah akibat investasi yang akan dilakukan perusahaan. Oleh karena itu besar kecilnya investasi yang akan dilakukan perusahaan akan berpengaruh pada komposisi (struktur) pendanaan perusahaan. Setiap perusahaan akan mengharapkan adanya struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan meminimalkan biaya modal.

Kebijakan Dividen

Dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (retained earning) yang ditahan sebagai cadangan bagi perusahaan. Dividen ini untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Apabila perusahaan penerbit saham mampu menghasilkan laba yang besar maka ada kemungkinan pemegang sahamnya akan menikmati keuntungan dalam bentuk dividen yang besar pula. Dividen diartikan sebagai pembagian laba kepada para pemegang saham perusahaan sebanding dengan jumlah saham yang dipegang oleh masing-masing pemilik. Kebijakan dividen (dividend policy) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna

pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Rasio ini menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa perusahaan berupa dividen kas. Apabila laba perusahaan yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Dengan demikian aspek penting dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang sesuai di antara pembayaran laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan di perusahaan.

KERANGKA KONSEPTUAL

Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Selain tiga keputusan keuangan yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan, ada satu variabel lagi yang dapat mempengaruhi pencapaian tujuan dari perusahaan yaitu struktur kepemilikan. Hal yang perlu diperhatikan dalam struktur kepemilikan, yaitu: (1) Kepemilikan

sebagian kecil saham perusahaan oleh manajemen mempengaruhi kecenderungan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham disbanding sekedar mencapai tujuan perusahaan semata; (2) Kepemilikan yang terkonsentrasi memberi insentif kepada pemegang saham mayoritas untuk berpartisipasi secara aktif dalam perusahaan; (3) Identitas pemilik menentukan prioritas tujuan sosial perusahaan dan (4) maksimalisasi nilai pemegang saham, misalnya perusahaan milik pemerintah cenderung untuk mengikuti tujuan politik dibanding tujuan perusahaan.

Kepemilikan institusional merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain). Penelitian utama tentang konsentrasi kepemilikan yang terjadi di hampir seluruh negara di dunia kecuali di Amerika Serikat, Inggris, dan Jepang (La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000a; Faccio dan Lang, 2002). La Porta et al. (1999) mengkaji struktur kepemilikan 691 perusahaan publik di 27 negara dari benua Asia, Eropa, Amerika, dan Australia yang ekonominya dianggap pesat. Pisah batas hak kontrol yang mereka tetapkan adalah 10%. Claessens et al. (2000a) mengevaluasi struktur kepemilikan 2.980 perusahaan publik 9 negara Asia, termasuk 178 perusahaan publik Indonesia. Mereka menemukan bahwa pada pisah batas hak kontrol 10%, sebanyak 93% perusahaan publik Asia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali. Sedangkan Faccio dan Lang (2002) mengkaji struktur kepemilikan 5.232 perusahaan publik 13 negara Eropa. Dengan pisah batas hak kontrol 20%, jumlah perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi sebanyak 77%. Menurut La Porta et al. (1999) mekanisme kepemilikan yang paling lazim di negara berkembang adalah struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Dengan pisah batas hak kontrol 10%. Pada pisah batas hak kontrol yang sama, Claessens et al. (2000a) menemukan kepemilikan paling tinggi terjadi di Indonesia (67%) dan Singapura (55%). Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa kepemilikan paling tinggi terjadi di Norwegia (34%) dan Belgia (25%) pada pisah batas hak kontrol 20%. Dari tinjauan pustaka tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1 : Struktur Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan

Keinginan dan tujuan setiap perusahaan adalah perusahaan bisa terus selalu beroperasi dan berkembang di masa yang akan datang. Salah satu keputusan yang harus diambil oleh manajer keuangan terkait dengan keberlangsungan pengoperasionalan perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal. (Modigliani dan Miller; 1963, De Angelo dan Masulis; 1980, Bradley et al; 1984, dan Park dan Evan; 1996) Struktur modal perusahaan merupakan komposisi pendanaan yang diambil perusahaan yang didalamnya terdapat modal internal dan eksternal. Pendanaan yang diambil oleh perusahaan ini dapat mempengaruhi nilai perusahaan. (De Angelo dan Masulis; 1980, Stulz; 1990, McConnell dan Servaes; 1995, Jung, Kim, dan Stulz; 1996, Chen; 2002) Perusahaan yang mendapat kendala pada sumber pendanaan internalnya tidak mencukupi, maka perusahaan tersebut akan mencari solusi dengan cara mencari atau mengambil sumber pendanaan dari luar perusahaan atau eksternal, salah satunya yaitu dengan utang. Perusahaan yang memilih sumber pendanaan utang, maka perusahaan tersebut bisa mengalami efek *tax deductible*. Yang artinya adalah perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi pembayaran pajak penghasilan perusahaan, yang dampaknya memberikan manfaat bagi para pemegang saham. Apabila hal tersebut bisa dilakukan oleh perusahaan, maka penilaian para investor terhadap perusahaan meningkat. Akhirnya pendanaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Dari tinjauan pustaka tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2 : Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Setelah perusahaan sudah memperoleh dana, maka dana yang sudah diperoleh perusahaan akan dipergunakan dan dikelola untuk mendapatkan keuntungan secara maksimal di masa yang akan datang atau biasa disebut berinvestasi. Kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan merupakan kegiatan yang akan menentukan keuntungan yang diperoleh perusahaan dan penilaian kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Bila perusahaan salah dalam memilih berinvestasi, akan berdampak pada keberlangsungan hidup perusahaan yang akan terganggu dan hal ini bisa mempengaruhi penilaian para investor terhadap perusahaan akan menurun. (Fama, 1978 dan Modigliani & Miller, 1958) manajer keuangan sudah seharusnya menjaga pertumbuhan investasi agar selalu mencapai tujuan dari perusahaan, yaitu mensejahterakan para pemegang saham sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. (Tendi, 2008) kenaikan pada investasi akan meningkatkan nilai perusahaan, karena apabila investasi pada perusahaan meningkat akan sejalan dengan tingkat kepercayaan investor kepada perusahaan juga ikut meningkat. Perusahaan dengan pertumbuhan investasi tersebut dapat dipersepsikan sebagai good news bagi para investor. Dari tinjauan pustaka tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

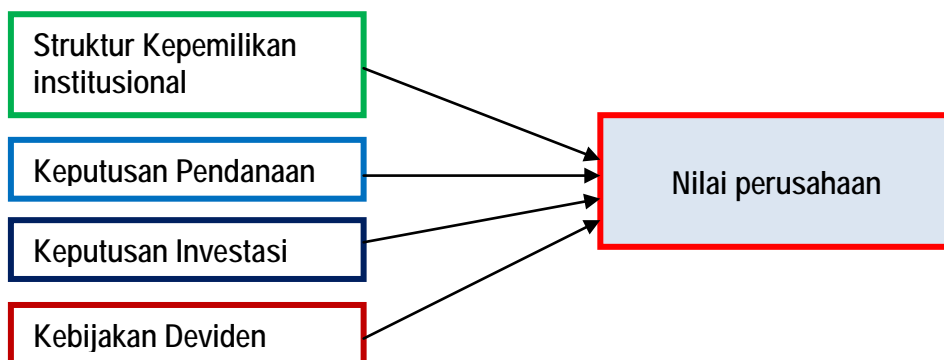
H3 : Keputusan Investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai perusahaan

Kebijakan dividen merupakan hal penting yang dilakukan perusahaan mengingat kebijakan dividen adalah penentuan perusahaan seberapa banyak laba atau keuntungan yang diperoleh para pemegang saham. Laba atau keuntungan yang diterima para pemegang saham akan menentukan kesejahteraan dari pemegang saham yang merupakan tujuan dari perusahaan. Semakin besar perusahaan membagikan dividen kepada pemegang saham, maka kinerja dari emiten atau perusahaan akan dinilai semakin baik, dan pada akhirnya kinerja perusahaan yang dinilai baik akan membawa dampak penilaian para investor terhadap perusahaan juga meningkat, yang biasanya akan tercermin pada nilai atau harga saham perusahaan. (Rozeff, 1982) dividen memiliki atau mengandung informasi (information content of dividend) atau sebagai gambaran perusahaan untuk prospek dimasa yang akan datang atau masa depan.

Perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya kepada para pemegang saham, bisa diartikan oleh para investor sebagai harapan dari manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang, yang menjadikan kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan (Myers 1977 dan Majluf 1984). (Tendi, 2008) Semakin tinggi dividen yang diberikan kepada pemegang saham, maka akan menurunkan nilai perusahaan. Sebagian investor berpendapat pembagian dividen yang tinggi diindikasikan sebagai ketidakmampuan perusahaan dalam mengelola free cashflow, investor yang memiliki anggapan seperti ini akan menganggap perusahaan tersebut buruk atau negative. Dari tinjauan pustaka tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut

H4 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan



METODA PENELITIAN

Jenis Penelitian

Sesuai dengan tujuan penelitian, jenis penelitian ini termasuk dalam jenis pengujian hipotesis dengan analisis deskriptif kuantitatif. Menurut Sekaran (2003:124), penelitian yang termasuk dalam pengujian hipotesis

biasanya menjelaskan sifat hubungan tertentu, atau membuat perbedaan di antara kelompok atau independensi dua faktor atau lebih dalam satu situasi.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang akan menjadi objek penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur sesuai dengan klasifikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada awal periode tahun 2017. Alasan pemilihan sampel ini adalah: pertama, untuk menghindari terjadinya bias data yang disebabkan oleh adanya perbedaan jenis industri serta homogenitas dalam aktivitas penghasilan pendapatan utama. Kedua, perusahaan manufaktur memiliki sensitivitas yang lebih tinggi terhadap setiap kejadian.

Metode pengambilan sampel pada penelitian ini ditentukan secara *purposive sampling* dan metode *pooling data*. Djarwanto dan Pangestu (1993:114-115) menyatakan bahwa *purposive sampling*, yang merupakan salah satu metode pengumpulan data dengan cara *non-random sampling*. Adapun sampel yang digunakan harus memenuhi kriteria sebagai berikut:

- 1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar dan tidak *delisted* di BEI pada tahun 2017.
- 2) Pada saat tanggal neraca per 31 Desember tahun 2017, saham perusahaan telah terdaftar dan diperdagangkan di BEI selama 1 tahun.
- 3) Perusahaan menerbitkan laporan keuangan tahunan untuk periode yang berakhir 31 Desember. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh waktu parsial dalam pengukuran variabel.
- 4) Perusahaan tidak mempunyai saldo ekuitas yang negatif. Saldo ekuitas yang negatif ketika digunakan sebagai penyebut dalam penghitungan rasio keuangan menjadi tidak bermakna.
- 5) Perusahaan mempunyai data yang dibutuhkan untuk penelitian.

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan jenis data dokumenter yang diperoleh dari sumber data sekunder. Data diperoleh dari situs www.idx.co.id, laporan keuangan perusahaan, prospektus, dan *database* Pojok BEI Universitas Brawijaya.

Variabel Penelitian

Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan (*firm value*). Pengukuran nilai perusahaan (*firm value*) dapat diukur dengan menggunakan Tobin's Q, yang biasanya digunakan untuk mengukur kinerja suatu perusahaan, khususnya mengenai nilai perusahaan, yang menunjukkan suatu performa manajemen perusahaan dalam mengelola aktiva perusahaan (Hasnawati, 2005), dengan pengukuran sebagai berikut:

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

Dimana:

EMV : Equity market value (nilai pasar ekuitas), yang diperoleh dari hasil perkalian harga saham penutupan akhir tahun dengan jumlah saham yang beredar akhir tahun

EBV : Equity book value (nilai buku ekuitas) yang diperoleh dari selisih total asset perusahaan dengan total kewajiban

DEBT : Nilai buku dari total hutang

Variabel Independen

1. Struktur Kepemilikan Institusional

Variabel Independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah Kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain). Kepemilikan Institusional dapat di hitung sebagai berikut:

$$KI = \frac{\text{jumlah saham kepemilikan institusional}}{\text{total saham beredar}}$$

2. Keputusan pendanaan

Keputusan pendanaan bisa didapat dengan menghitung Debt to Equity Ratio (DER) atau bisa diartikan sebagai rasio untuk menentukan pembelanjaan atas aktiva dan sekaligus menggambarkan kebijakan hutang (Solihah & Taswan, 2002). Keputusan pendanaan dapat di hitung sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total kewajiban}}{\text{Total ekuitas}}$$

3. Keputusan Investasi

Keputusan investasi bisa diambil dengan melihat dari pertumbuhan total assets perusahaan dari tahun ketahun yang menunjukkan perkembangan investasi pada perusahaan (Yuniningsih 2002). Keputusan investasi dapat di hitung dengan cara sebagai berikut:

$$INV = \frac{\text{Total aset} - \text{total aset } t - 1}{\text{total aset } t - 1}$$

4. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen bisa didapat dengan menghitung Dividend Payout Ratio (DPR) atau bisa diartikan sebagai rasio pendistribusian laba yang dibagikan kepada pemegang saham (Yuniningsih 2002). Kebijakan dividen dapat di hitung dengan cara sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{dividen per share}}{\text{cashflow per share}}$$

Metode Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis statistik karena menggunakan data kuantitatif. Penelitian ini menggunakan analisis regresi linier untuk menguji hipotesis. Analisis regresi bertujuan untuk mengukur pengaruh kepemilikan saham keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian ini terdapat 4 model persamaan regresi yang dapat dilihat seperti dibawah ini:

$$\text{Tobins' } Q = \alpha + \beta_1 KI + \beta_2 DER + \beta_3 INV + \beta_4 DPR + \varepsilon$$

Dengan keterangan:

Tobins'Q	:Nilai Perusahaan
KI	:Kepemilikan Institusional
DER	:Keputusan Pendanaan (Debt to Equity Ratio)
INV	:Keputusan Investasi (Investasi)
DPR	:Kebijakan Dividen (Dividend Payout Ratio)
ε	: Error term untuk persamaan ke-i
β_1	: koefiensi regresi

Uji Statistik

Analisis Regresi

1. Koefisien Korelasi (R)

Koefisien korelasi merupakan ukuran mengenai derajat (keeratan) hubungan antara dua variabel dan dapat digunakan untuk mengetahui arah hubungan antara dua variabel adalah 0 (nol) sampai dengan ± 1 (satu). Apabila dua buah variabel mempunyai nilai $R = \pm 1$, dua buah variabel tersebut mempunyai hubungan yang sempurna. Koefisien korelasi 0,70 sampai $\pm 1,00$ menunjukkan adanya derajat asosiasi yang tinggi. Koefisien korelasi lebih tinggi dari 0,40 sampai di bawah 0,70 menunjukkan hubungan yang substansial. Apabila koefisien di atas 0,20 sampai di bawah 0,40, menunjukkan adanya korelasi yang rendah dan apabila kurang dari 0,20, dapat diabaikan.

2. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi menunjukkan persentase variasi nilai variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang dihasilkan. Nilai R^2 antara 0 dan 1 ($0 \leq R^2 \leq 1$), dengan catatan semakin kecil angka R^2 , semakin lemah hubungan kedua variabel.

3. Pengujian secara serentak

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah semua variabel independen dan variabel kontrol mempunyai pengaruh secara serentak terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji F yang membandingkan antara nilai F_{tabel} dengan nilai F_{hitung} . Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan perbandingan antara nilai F_{tabel} dengan nilai F_{hitung} sesuai dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$ yang digunakan.

4. Pengujian secara parsial

Pengujian parsial dilakukan untuk mengetahui pengaruh setiap variabel independen terhadap variabel dependen dengan melihat signifikansi dari nilai t (*t-value*). Pengujian ini juga dilakukan untuk melihat keberartian dari setiap variabel independen secara terpisah terhadap variabel dependen dengan ketentuan, $H_0: \beta_j = 0$, berarti

tidak ada pengaruh variabel independen terhadap variabel independen. Bila $H_j \neq 0$, berarti ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan perbandingan antara nilai t_{tabel} dengan t_{hitung} sesuai dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$.

Uji Asumsi Klasik

Agar model dapat dianalisis dan memberikan hasil yang representatif, model tersebut harus memenuhi syarat asumsi-asumsi dasar klasik berikut: tidak ada *multicollinearity*, terdistribusi normal, tidak ada gejala heteroskedastisitas, dan tidak ada autokorelasi.

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah variabel pengganggu atau residual dalam model regresi memiliki distribusi normal. Uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual terdistribusi normal. Untuk menguji apakah model penelitian merupakan jenis distribusi normal atau tidak, digunakan pengujian *one-sample Kolmogorov-Smirnov test*. Model dapat digunakan jika nilai signifikansi residual lebih besar dari 0,05.

2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel-variabel independen. Jika terdapat korelasi, akan menyebabkan problem multikolinearitas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Identifikasi secara statistik untuk menunjukkan adanya gejala multikolinearitas dapat dilakukan dengan menggunakan nilai *Tolerance* (TOL) dan *Variance Inflation Factors* (VIF). Indikasi adanya multikolinearitas, yaitu apabila $VIF > 10$ atau $TOL < 0,10$.

3. Uji Heteroskedastisitas

Tujuan uji heteroskedastisitas adalah menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi heteroskedastisitas. Metode yang digunakan untuk mendeteksi adanya gejala heteroskedastisitas adalah uji *White*. Uji ini dilakukan dengan melakukan regresi pada nilai residual kuadrat dengan variabel independen, variabel independen kuadrat, dan perkalian (interaksi) variabel independen. Nilai R^2 yang diperoleh dari persamaan tersebut digunakan untuk menghitung nilai χ^2 hitung. *Rule of thumb* yang digunakan adalah bila nilai χ^2 hitung $< \chi^2$ tabel, hipotesis alternatif adanya heteroskedastisitas dalam model ditolak.

4. Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah adanya korelasi antara variabel itu sendiri pada pengamatan yang berbeda waktu atau individu. Asumsi korelasi didefinisikan sebagai terjadinya korelasi di antara data pengamatan atau munculnya suatu data dipengaruhi oleh data sebelumnya. Jika terjadi autokorelasi, dinamakan problem autokorelasi yang menyebabkan koefisien korelasi yang diperoleh kurang aktual. Identifikasi secara statistik ada atau tidaknya gejala autokorelasi dapat dilakukan dengan menghitung nilai *Durbin-Watson*, yaitu nilai dw dianggap tidak berbahaya jika terletak di daerah $du < dw < 4 - du$.

PEMBAHASAN

Analisis Data

Dari metode yang digunakan oleh peneliti, diperoleh data pada tabel dibawah ini:

Hasil pengumpulan data	
Keterangan	jumlah
perusahaan manufaktur 2017	152
data outlier	111
data setelah outlier	41

Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif merupakan analisis yang paling mendasar untuk menggambarkan keadaan suatu data secara umum. Statistik deskriptif memberikan gambaran dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, sum, rage, kurtosis, dan *skewness* (kemencengan distribusi) (Ghozali, 2011). Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi *Debt to Equity Ratio* (DER), Investasi, *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan kepemilikan institusional. Berikut hasil statistik deskriptif dari data yang digunakan dalam penelitian:

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
JK Saham	41	.15	95.96	50.0220	28.63276
DER	41	.08	2.65	.8927	.75934
Kep Investasi	41	-.093	10.543	.39080	1.635168
Keb Deviden	41	-12.61	150.90	42.7305	31.57009
Nilai Perusahaan	41	.338	23.286	2.83534	4.520224
Valid N (listwise)	41				

Kepemilikan institusional, Investasi, *Debt to Equity Ratio*, dan *Dividend Payout Ratio* maka dapat diketahui: KI (jumlah kepemilikan saham institusional) memiliki nilai rata-rata sebesar 50.0220 dengan nilai minimal sebesar 0.15, dan nilai maksimal sebesar 95.96, dan standar deviasi sebesar 28.63276, rata-rata lebih besar daripada standar deviasi hal ini berarti jumlah kepemilikan saham institusional terdistribusi merata. DER (*Debt to Equity Ratio*) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.8927 dengan nilai minimal sebesar 0.08, dan nilai maksimalnya sebesar 2.65, dan standar deviasi sebesar 0.75934, rata-rata lebih besar daripada standar deviasi menunjukkan bahwa DER terdistribusi merata. INV (keputusan Investasi) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.29080 dengan nilai minimal sebesar -0.093, dan nilai maksimalnya sebesar 10.543, dan standar deviasi sebesar 1.635168, sehingga nilai rata-rata lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi hal ini berarti data bersifat heterogen dikarenakan persebaran data bervariasi. DPR (kebijakan deviden) memiliki nilai rata-rata sebesar 42.7305 dengan nilai minimal -12.61, dan nilai maksimal sebesar 150.90, dan standar deviasi sebesar 31.57009, rata-rata lebih besar dibandingkan standar deviasi hal ini berarti kebijakan deviden terdistribusi merata. nilai perusahaan dengan menggunakan rumus Tobins Q memiliki nilai rata-rata 2.83534 dengan nilai minimalnya adalah 0.338, dan nilai maksimalnya adalah 23.286, dan standar deviasi sebesar 4.520224, rata-rata lebih kecil daripada standar deviasi hal ini menunjukkan bahwa data bersifat heterogen dikarenakan persebaran data yang bervariasi.

Uji Asumsi Klasik
Uji Normalitas

Dasar pengambilan keputusan uji normalitas adalah jika nilai sig (signifikansi) > 0.05 maka data tersebut berdistribusi normal. Akan tetapi jika nilai sig (signifikansi) < 0.05 maka data tersebut tidak berdistribusi normal.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Standardized Residual
N		41
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.94868332
Most Extreme Differences	Absolute	.079
	Positive	.079
	Negative	-.075
Kolmogorov-Smirnov Z		.506
Asymp. Sig. (2-tailed)		.960

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Berdasarkan hasil uji normalitas, diperoleh nilai *asymptotic significance* setiap persamaan menghasilkan nilai yang lebih besar dari 0,05 yakni sebesar 0.960. Dapat disimpulkan bahwa seluruh persamaan telah memenuhi asumsi normalitas dan dapat digunakan untuk uji regresi linear.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi ini bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Uji autokorelasi dapat dilihat dari nilai Durbin-Watson.

Autokorelasi

Variabel	Durbin-watson	Keterangan
Jk saham	1.024	Terbebas Autokorelasi
DER	1.004	Terbebas Autokorelasi
Kep investasi	1.145	Terbebas Autokorelasi
Keb deviden	1.171	Terbebas Autokorelasi

Hasil uji autokorelasi menunjukkan nilai DW sebesar yang akan dibandingkan dengan nilai table dengan menggunakan signifikansi 5% jumlah sampel 41 dan 4 variabel. Pada table Durbin Watson didapatkan nilai d_l sebesar 0.987 dan d_u 1.587. Nilai Durbin-watson dari KI (kepemilikan institusional) sebesar 1.024 lebih besar dari batas bawah (0.987) dan kurang dari batas atas (1.587), maka dapat disimpulkan bahwa no decision untuk tidak ada autokorelasi positif. Nilai Durbin-watson dari DER sebesar 1.004 lebih besar dari batas bawah (0.987) dan kurang dari batas atas (1.587), maka dapat disimpulkan bahwa no decision untuk tidak ada autokorelasi positif. Nilai Durbin-watson dari INV (keputusan investasi) sebesar 1.145 lebih besar dari batas bawah (0.987) dan kurang dari batas atas (1.587), maka dapat disimpulkan bahwa no decision untuk tidak ada autokorelasi positif. Nilai Durbin-watson dari kebijakan deviden sebesar 1.171 lebih besar dari batas bawah (0.987) dan kurang dari batas atas (1.587), maka dapat disimpulkan bahwa no decision untuk tidak ada autokorelasi positif.

Uji Multikolinieritas

Uji Multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya multikolinieritas didasarkan pada nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF).

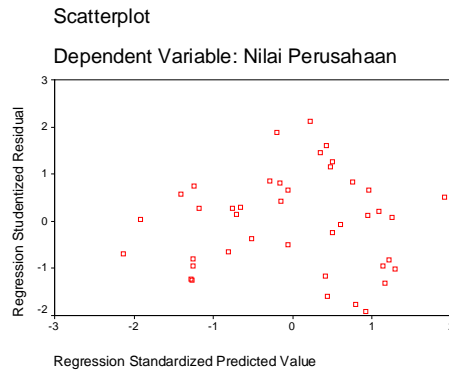
Coefficients

No.	Variabel	Tolerance	VIF	Interpretasi
1.	Jk saham	.977	1.024	Tidak ada Multikolinieritas
2.	DER	.996	1.004	Tidak ada Multikolinieritas
3.	Kep Investasi	.873	1.145	Tidak ada Multikolinieritas
4.	Keb Deviden	.854	1.171	Tidak ada Multikolinieritas

Berdasarkan tabel di atas hasil perhitungan tolerance value untuk semua variabel independen Jk saham, DER, Keputusan Investasi, kebijakan deviden bernilai lebih besar dari 0,1 dan untuk nilai VIF menunjukkan tidak ada yang melebihi angka 10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinieritas dalam model regresi tersebut.

Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji heteroskedastisitas bertujuan untuk melihat penyebaran data pada grafik scatter plot. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas (Ghozali, 2011).



Pengujian pada gambar diatas menunjukkan bahwa pola *scatterplot* dari regresi menyebar. Hal ini berarti bahwa dalam pengujian tersebut tidak memiliki gejala adanya heteroskedastisitas.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis yaitu pengujian yang dilakukan guna membuktikan hipotesis yang digunakan di dalam peneliti yang menggunakan analisis regresi.

Anova

Model	Sum of squares	Df	Mean square	F	Sig
Regression	466.035	4	116.509	11.941	.000a

Model pada regresi keempat di lakukan untuk membuktikan pengaruh kepemilikan institusional, DER (Debt to Equity Ratio), kepemilikan investasi, dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan. Pengujian hipotesis uji F di gunakan untuk mengetahui apakah secara keseluruhan variabel bebas memiliki pengaruh terhadap variabel terikat. Berikut hasil pengujian hipotesis secara simultan.

Dari pengujian uji F di atas di peroleh nilai signifikansi F hitung sebesar 0.000. Dari nilai signifikansi F hitung sebesar 0.000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama (*simultan*) variabel jumlah kepemilikan saham institusional, DER (Debt to Equity Ratio), kepemilikan Investasi, dan kebijakan deviden berpengaruh / berhubungan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengujian selanjutnya adalah pengujian determinasi untuk mengetahui tingkat ketepatan perkiraan dalam analisis regresi serta mengukur seberapa jauh kemampuan model baru dalam menjelaskan variabel dependen.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	.755a	.570	.522

Nilai koefisien determinasi (*adjusted R²*) sebesar 0.522 atau 52.2%. hal ini menunjukkan bahwa jumlah kepemilikan saham institusional, DER (Debt to Equity Ratio), keputusan Investasi, dan kebijakan deviden mampu memprediksi nilai perusahaan dengan tingkat ketepatan sebesar 52.2% atau bisa dikatakan 52.2% nilai perusahaan dapat di jelaskan oleh variabel jumlah kepemilikan saham institusional, DER (Debt to Equity Ratio), keputusan Investasi, dan kebijakan deviden sedangkan sisanya 47.8% di jelaskan oleh variabel lain yang tidak di masukan dalam model penelitian ini.

Sementara itu secara parsial pengaruh dari variabel jumlah kepemilikan saham institusional, DER (Debt to Equity Ratio), keputusan Investasi, dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan sebagai variabel dependen yang ditunjukkan pada tabel berikut:

Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients	T	Sig.
	B		
(Constant)	-3.924	-3.219	.003
Jk Saham	.040	2.217	.033
DER	1.570	2.388	.022
Kep Investasi	.757	2.500	.017
Keb deviden	.072	4.410	.000

Dari table di atas, dapat di susun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$Tobin's Q = \alpha + \beta_1 KI + \beta_2 DER + \beta_3 INV + \beta_4 DPR + \varepsilon$$

Dari table diatas hasil uji t di atas menunjukkan bahwa kepemilikan saham institusional memiliki nilai signifikansi sebesar 0.033 lebih besar dari 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa variable kepemilikan saham institusional secara parsial tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *Tobin's Q* (nilai perusahaan), dan nilai koefisien regresi jumlah kepemilikan saham institusional diperoleh sebesar 0.040. Variabel DER (*Debt to Equity Ratio*) memiliki nilai signifikan sebesar 0.022 lebih kecil dari 0.05 yang artinya secara parsial DER (*Debt to Equity Ratio*) memiliki pengaruh signifikan terhadap *Tobin's Q* (nilai perusahaan), dan nilai koefisien regresi DER (*Debt to Equity Ratio*) diperoleh sebesar 1.570.

Dari table diatas hasil uji t di atas menunjukkan bahwa kepemilikan Investasi memiliki nilai signifikansi sebesar 0.017 lebih kecil dari 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan Investasi secara parsial memiliki pengaruh signifikan terhadap *Tobin's Q* (nilai perusahaan), dan nilai koefisien regresi kepemilikan investasi diperoleh sebesar 0.757. Variabel kebijakan deviden memiliki nilai signifikan sebesar 0.000 lebih kecil dari 0.05 yang artinya secara parsial kebijakan deviden memiliki pengaruh signifikan terhadap *Tobin's Q* (nilai perusahaan), dan nilai koefisien regresi kebijakan deviden diperoleh sebesar 0.072.

PEMBAHASAN

Pengaruh Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, dan Kebijakan Dividen yang memediasi antara Insider Ownership terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan dari hasil perhitungan pada uji secara parsial Keputusan Pendanaan yang diproksi oleh Debt to Equity Ratio (DER) berpengaruh / signifikan terhadap Nilai Perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's Q*, dengan hubungan positif terhadap Nilai Perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's Q*. hasil dari pengujian ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya (De Angelo dan Masulis; 1980, Stulz; 1990, McConnell dan Servaes; 1995, Jung, Kim, dan Stulz; 1996, Chen; 2002) Perusahaan yang mendapat kendala pada sumber pendanaan internalnya tidak mencukupi, maka perusahaan tersebut akan mencari solusi dengan cara mencari atau mengambil sumber pendanaan dari luar perusahaan atau eksternal, salah satunya yaitu dengan utang. Perusahaan yang memilih sumber pendanaan utang, maka perusahaan tersebut bisa mengalami efek *tax deductible*. Yang artinya adalah perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi pembayaran pajak penghasilan perusahaan, yang dampaknya memberikan manfaat bagi para pemegang saham. Apabila hal tersebut bisa dilakukan oleh perusahaan, maka penilaian para investor terhadap perusahaan meningkat. Akhirnya pendanaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Dari hasil pengujian yang sudah di lakukan, maka hipotesis 2 (dua) mengenai Keputusan Pendanaan yang diproksi oleh *Debt to Equity Ratio* (DER) berhubungan positif terhadap Nilai Perusahaan yang di proksi oleh *Tobin's Q* dinyatakan **diterima**.

Berdasarkan dari hasil perhitungan pada uji secara parsial Keputusan Investasi berpengaruh / signifikan terhadap Nilai Perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's Q*, dengan hubungan positif terhadap Nilai Perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's Q*. ini artinya kenaikan dari investasi akan menambah kepercayaan para investor (pemegang saham) terhadap perusahaan tersebut karena pertumbuhan investasi dapat dipersepsikan sebagai *good news* bagi para investor.

Penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya (Fama 1978) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui

kegiatan investasi perusahaan (Modigliani & Miller, 1958). Dari hasil pengujian yang sudah dilakukan, maka hipotesis

3 (tiga) mengenai Keputusan Investasi berhubungan positif terhadap Nilai Perusahaan yang di proksi oleh *Tobin's Q* dinyatakan **diterima**.

Berdasarkan dari hasil perhitungan pada uji secara parsial Kebijakan Dividen yang di proksi oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR) berpengaruh / signifikan terhadap Nilai Perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's Q*, dengan hubungan positif terhadap Nilai Perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's Q*. hasil pengujian penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya (Gordon 1963, dan Bhattacharya 1979) yang menyebutkan bahwa rasio pembayaran dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham, maka akan menurunkan nilai perusahaan. Bagi sebagian investor, pembayaran dividen yang tinggi diindikasikan sebagai ketidakmampuan perusahaan dalam mengelola *free cashflow*-nya. Investor seperti ini akan beranggapan negative terhadap perusahaan. (Myers & Majluf 1984) menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan membayar dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan bertumbuh, peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap persepsi terhadap nilai perusahaannya. Dari hasil pengujian yang sudah dilakukan, maka hipotesis 4 (empat) mengenai Kebijakan Dividen yang diproksi oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR) berhubungan positif terhadap Nilai Perusahaan yang di proksi oleh *Tobin's Q* dinyatakan **diterima**.

Berdasarkan dari hasil perhitungan pada uji secara parsial kepemilikan institusional berpengaruh / signifikan terhadap Nilai Perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's Q*, dengan hubungan positif terhadap Nilai Perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's Q*. hasil dari pengujian ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya Dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Gurmeet Singh Bhabra, 2015) Terdapat hubungan yang positif pada kepemilikan saham terhadap nilai perusahaan, yang di proksi oleh *Tobin's Q*. Pemilik saham akan lebih berhati-hati dalam setiap pengambilan keputusan yang diambilnya, karena akan memposisikan dirinya sebagai pemilik perusahaan.. Tetapi hasil pengujian ini tidak konsisten dengan peneliti (Jensen dan Meckling 1976, Lemons & Lins 2001, Lins 2002, Cai, et al. 2001) menyebutkan bahwa kepemilikan saham memiliki pengaruh dengan arah hubungan negative. Diaman penurunan *market value* ini diakibatkan karena tindakan oportunistik yang dilakukan oleh para pemegang saham manajerial. Menyambung hasil penelitian di atas, kepemilikan manajerial menginginkan pendapatan yang tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan investasi perusahaannya. (Tendi, 2008) semakin tinggi proporsi kepemilikan saham oleh manajerial, maka akan menurunkan dividen. Kepemilikan saham lebih memilih laba yang diperoleh perusahaan digunakan untuk investasi demi kepentingan pertumbuhan perusahaan dibandingkan digunakan untuk pembayaran dividen. Dari hasil pengujian yang sudah dilakukan, maka hipotesis 1 (satu) mengenai kepemilikan institusional berhubungan negatif terhadap Nilai Perusahaan yang di proksi oleh *Tobin's Q* dinyatakan **diterima**.

KESIMPULAN

Sebagaimana yang telah diungkapkan dalam pembahasan di bab sebelumnya, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hasil dari pengujian 4 variabel independen dan terhadap Nilai Perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's Q*. Berdasarkan hasil dari analisis regresi yang telah dilakukan, maka penelitian ini menyimpulkan beberapa hal sebagai berikut :

1. Berdasarkan hasil pengujian **hipotesis 1** menunjukkan bahwa secara parsial kepemilikan institusional berpengaruh / signifikan dengan hubungan positif terhadap variabel Nilai Perusahaan yang di proksi oleh *Tobin's Q*. Sehingga hipotesis mengenai kepemilikan institusional berhubungan positif terhadap nilai perusahaan dinyatakan **diterima**.
2. Berdasarkan dari hasil pengujian **hipotesis 2** menunjukkan bahwa secara parsial Keputusan Pendanaan yang diproksi oleh Debt to Equity Ratio (DER) berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's Q*, dengan hubungan positif terhadap Nilai Perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's Q*. Sehingga dari hasil yang sudah dilakukan, maka hipotesis mengenai Keputusan Pendanaan yang diproksi oleh *Debt to Equity Ratio* (DER) berhubungan perusahaan terhadap Nilai Perusahaan yang di proksi oleh *Tobin's Q* dinyatakan **diterima**.
3. Berdasarkan dari hasil pengujian **hipotesis 3** menunjukkan bahwa secara parsial Keputusan Investasi berpengaruh / signifikan terhadap Nilai Perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's Q*, dengan hubungan positif terhadap Nilai Perusahaan yang diproksi oleh *Tobin's Q*. Sehingga dari hasil pengujian yang

- sudah di lakukan, maka hipotesis mengenai Keputusan Investasi berhubungan positif terhadap Nilai Perusahaan yang di proksi oleh *Tobin's Q* dinyatakan **diterima**.
4. Berdasarkan dari hasil pengujian **hipotesis 4** menunjukkan bahwa secara parsial Kebijakan Dividen yang di proksi oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR) berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan yang di proksi oleh *Tobin's Q*, dengan hubungan positif terhadap Nilai Perusahaan yang di proksi oleh *Tobin's Q*. Dari hasil pengujian yang sudah di lakukan, maka hipotesis mengenai Kebijakan Dividen yang di proksi oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR) berhubungan positif terhadap Nilai Perusahaan yang di proksi oleh *Tobin's Q* dinyatakan **diterima**.

DAFTAR PUSTAKA

- Adler H. Manurung dan Lutfi T. Rizky. 2009. *Successful Financial Planner: A. Complete Guide*. Jakarta: Grasindo.
- Alimul Hidayat A.A., (2010). *Metode Penelitian Kesehatan Paradigma Kuantitatif*, Jakarta: Heath Books
- Ali Irfan. 2002. *Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi*. Lintasan Ekonomi Vol.XIX. No.2. Juli 2002.
- Anoraga, P., & Soegiastuti, J. 1996. *Pengantar Bisnis Modern*. Jakarta: PT. Dunia Pustaka Jaya.
- Bhattacharya,S 1979." Imperfect Information, Dividend Policy and The Bird in The Hand Fallacy " *Journal of Economics*.vpl.10:pp 259-27
- Bradley, M., G. A. Jarrell, E. H. Kim. 1984. "On The Existence of An Optimal Capital Structure". *Journal of Finance*. Vol. 39, No. 3, p.857-878.
- Chen, K. (2002). *The influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities*. -: Paper for EMFA.
- Christiawan, Yulius Jogi dan Josua Tarigan. 2007. *Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9, No.1.
- Ciancanelli, P., & Reyes-Gonzalez, J. A. (2000). *Corporate Governance in Banking: A Conceptual Framework*.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. (2000). *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*. *Journal of Financial Economics*, 81-112
- De Angelo, Frank J. 1980. *Process and Thought in Composition*. Massachusetts: Winthrop Publishers.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. 1991. *Disclosure , Liquidity , and the Cost of Capital*. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359.
- Djarwanto; S., Pangestu. (1993). *Statistik Induktif*. BPFE UGM, Yogyakarta.
- Eisenhardt, K. M. 1989a. *Making fast strategic decisions in high-velocity environments*. *Academy of Management Journal*, 32: 543–576.
- Faccio, M., dan Lang, L. H. 2002. *The ultimate ownership of Western European corporations*. *Journal of financial economics*, 65(3), 365-395.
- Fama, Eugene, dan Kenneth French. 1998. *Value versus growt: The International Evidence*. *Journal of Finance*.
- Fama, Eugene F. 1978. "The Effect of a Firm Investment and Financing Decisison on the Welfare of its Security Holders". *American Economic Review* : Vol. 68 PP.271-282.

- Ghozali, Imam. 2011. "Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS". Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gordon, Myron J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*. 264-272.
- Haruman, Tendi. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi XI, IAI, 2008.
- Hasnawati, Sri. 2005. "Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta". *Usahawan*. No. 09/Th XXXIX. September 2005 : 33-41.
- Healy, P., dan Wahlen J. 1999. A Review of The Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizon* 12(4).
- Husnan, Suad. 1994. Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas. Edisi I. Yogyakarta: Penerbit UPP AMP YKPN.
- Husnan, Suad. 2000. Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Investasi Jangka Panjang), Edisi Ketiga, Yogyakarta: BPFY Yogyakarta.
- Jensen, M.C. and Meckling W.H. 1976. "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure ". *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, pp. 305-360.
- Jensen, M., 1986, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economics Review*, Vol. 76, hlm. 323-326.
- Lang, Mark and Russell Lundholm. 1996, Corporate Disclosure Policy and Analyst behavior, *The Accounting Review*, October, Vol. 71, No. 4, 467-492.
- La Porta, R. et al. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 471-577
- Lemons, Michael and Karl Lins. 2001. Ownership Structure, Corporate Governanace, and Firm Value", *William Davidson Working Paper*, 393.
- Lins, Karl V, 2002, "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," *Social Science Research Network (April)*, pp: 1-38.
- Martin, S., & Scott, J. T. (2000). The nature of innovation market failure and the design of public support for private innovation. *Research policy*, 29(4), 437-447. <http://bit.ly/294HjZ7>, Diakses pada tanggal 25 November 2018.
- McConnel, J. J., & Henri, S. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 131-157.
- Merton, Robert K. 1968. *Social Theory and Social Structure*. New York: The Free Press.
- Modigliani, F. dan Miller, H. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, *American Economic Review*, Vol. 53: 443-453.
- Murtini, Umi. 2008. " Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 4, No. 1 Februari .
- Myers. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 147-175

- Park, Kwang Woo dan Evan, 1996. Firm Value, Free Cash Flow and Financial Decision : Eviden From Japan, University of Illinois Urbana Champaign and Curtin University of Technology Australia.
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios, Journal of Financial Research, 5 (3), hal. 249-259.
- Scott, William R, 2003. "Financial Accounting Theory". Toronto: Prentice Hall International Inc.
- Sekaran, U. (2003). *Research Method for Business: A Skill Building Approach*. John Willey & Sons, Inc., New York.
- Singh, Gurmeet. (2015). The Impact of Macroeconomic Fundamentals on Stock Prices Revised : A Study of Indian Stock Market. Journal of International Economics. Vol.6, Issue. 2
- Stulz, R.M. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. Journal Of Financial Economics, 26, 3-27.
- Suharli, Michell. 2006. Studi Empiris mengenai Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Harga Saham terhadap Jumlah Dividen Tunai, Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003. Jurnal Maksi Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya, Vol.6, No.2.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Interen dan Faktor Eksteren terhadap Nilai Perusahaan. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan. Vol 9, No. 1.
- Soliha, E., dan Taswan. 2002. "Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya". Jurnal Bisnis dan Ekonomi. September 2002.
- Surifah. (Mei-September 1999), "Informasi Asimetri dan Pengaruh Manajemen Terhadap Pelaporan Keuangan dalam Perspektif Agency Theory", Kajian Bisnis, hal 71-81.
- Yuniningsih. 2002. Pengaruh Free Cash Flow and Financial Leverage Terhadap Dividend Payout Ratio di BEJ, Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Volume VIII Nomor 2, hal 29-74.