

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN  
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG  
SEBAGAI VARIABEL *MODERATING* PADA PERUSAHAAN DI BEI**

**Hikmah Endraswati  
STAIN Salatiga**

**Abstract**

The objective of this research was to examine whether there was an effect of insider ownership, institutional ownership and dividend policy on firm value with debt policy as a moderating variable at companies which were listed in Indonesia Stock Exchange. The samples in this research were drawn from all the firms which were listed in Indonesia Stock Exchange in the period of 2007-2008. The results showed that insider ownership, institutional ownership, and dividend policy had an effect to firm value with the debt policy as a moderating variable. The result of this research supported Jensen and Meckling (1976), Chen and Steiner (2000), Bathala et al (1994), Coffee (1991) dan Shleifer dan Vishny (1986). For the future research, researchers could add another independent variables such as financial performance of the firm and size of the firm or add the length of the period of the research.

*Key Words : Insider Ownership, Institutional Ownership, Dividend Policy, Debt Policy, Firm Value*

**I. LATAR BELAKANG**

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996). Namun, tidak jarang pihak manajemen mempunyai tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Karena itu timbul konflik kepentingan diantara para manajer dengan pemegang saham atau pemilik. Pengaruh dari konflik antara pemilik dan

manajer ini menyebabkan harga pasar terkoreksi dan menurunkan nilai perusahaan, kerugian ini merupakan *agency cost of equity* bagi perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Selain itu, konflik kepentingan juga terjadi antara pemegang saham dengan *debtholder*. Konflik ini terjadi karena *insiders* mengambil proyek yang risikonya lebih besar dari yang diperkirakan kreditur. Sedangkan keuntungan yang diterima dalam bentuk bunga hutang sifatnya tetap dibandingkan dengan pemegang saham dan kreditur ikut menanggung kerugian jika proyek gagal.

Dalam konteks ini, timbul masalah jika hutang yang tinggi tidak diikuti oleh penggunaan hutang secara hati-hati, karena adanya kecenderungan perilaku oportunistik oleh *insiders*, sehingga *agency cost of debt* akan semakin tinggi dan pada akhirnya akan merugikan pemegang saham. Untuk itu diperlukan suatu mekanisme *monitoring* agar perilaku oportunistik *insiders* dapat dihalangi dan bertindak yang terbaik bagi pemegang saham.

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

Penelitian yang dilakukan oleh Stulz (1998), seperti yang dikutip oleh Dahya, Lonie dan Power (1998) menunjukkan bahwa manajer dengan kepemilikan yang besar pada suatu perusahaan akan memanfaatkan

kesempatan untuk melakukan investasi pada proyek yang disenangi atau kemampuan untuk menawarkan pekerjaan di dalam perusahaan kepada teman atau anggota keluarganya. Morck, Shleifer dan Vishny (1989) seperti yang dikutip oleh Dahya, Lonie dan Power (1998) mempunyai alasan yang sama bahwa prosentase kepemilikan modal yang tinggi oleh eksekutif perusahaan akan memperkecil kemungkinan dipecatnya top eksekutif.

Menurut Moh'd et al (1998) ada aspek lain dari struktur kepemilikan yang juga berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan yang harus dipertimbangkan untuk mengurangi *agency cost* yaitu bentuk distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investors* dan *shareholders dispersion*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran *power* menjadi suatu hal yang relevan. Dengan adanya konsentrasi kepemilikan, pemegang saham dapat mengawasi manajer dengan lebih baik (Shleifer dan Vishny, 1986). Hal ini didasarkan atas argumen bahwa besarnya dana yang dipertaruhkan oleh *institutional investors* merupakan motivator yang kuat bagi mereka untuk mengawasi manajemen.

Menurut Crutchley dan Hansen (1989) penggunaan hutang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan. Penambahan hutang dalam struktur modal akan mengurangi porsi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Dengan adanya hutang, perusahaan mempunyai kewajiban untuk membayar bunga dan pokok pinjaman secara periodik. Keadaan ini akan memaksa manajer untuk bekerja keras, agar perusahaan bisa menghasilkan laba dan memenuhi kewajibannya kepada kreditur. Biaya yang muncul dengan penggunaan hutang adalah biaya keagenan hutang dan risiko kebangkrutan.

Menurut Rozeff (1982) pembayaran dividen merupakan bagian dari *monitoring* perusahaan. Perusahaan cenderung membayar dividen yang

lebih besar jika *insiders* memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Easterbook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Hasil penelitian menunjukkan hasil yang berbeda apakah kebijakan dividen akan mempengaruhi secara positif terhadap nilai perusahaan atau mempengaruhi secara negatif terhadap nilai perusahaan. Karena hal tersebut berkaitan dengan preferensi masing-masing investor. Ada investor yang menyukai pembagian dividen yang besar sehingga *retained earning* menjadi lebih kecil dan ada sebagian yang lain lebih menyukai pembayaran dividen yang kecil atau bahkan tidak membayar dividen karena lebih menyukai jika laba yang diperoleh ditanamkan kembali dalam investasi yang menguntungkan.

Berdasarkan penjelasan tersebut, peneliti akan menguji hubungan antara struktur kepemilikan dengan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan variabel kebijakan hutang sebagai variabel *moderating*.

## **II. RUMUSAN MASALAH**

Bagaimana pengaruh struktur kepemilikan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *moderating* pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia?

## **III. TUJUAN PENELITIAN**

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *moderating* pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia

## **IV. LITERATURE REVIEW DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

## 1. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dalam penelitian ini menggunakan *price to book value*. *Price to book value* yang tinggi akan membuat pasar percaya pada prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Kondisi ini akan mendorong pada peningkatan harga saham perusahaan. Hal ini sesuai dengan keinginan pemilik perusahaan, dimana nilai perusahaan yang tinggi mencerminkan kemakmuran pemegang saham yang tinggi pula. Namun kalau harga saham terlalu tinggi juga akan berdampak buruk bagi perusahaan karena saham menjadi kurang likuid di pasaran. Karena itu harga saham dijaga supaya tidak terlalu tinggi dan juga tidak terlalu rendah.

## 2. Kepemilikan *Insiders*

Dalam *agency theory*, hubungan antara pemegang saham dengan manajer digambarkan sebagai hubungan antara agen dengan *principal*. Manajer sebagai agen dan pemilik perusahaan sebagai *principal*. Agen diberikan mandat atau kepercayaan oleh *principal* untuk menjalankan bisnis perusahaan demi kepentingan *principal*. Dengan demikian, keputusan manajer adalah keputusan yang bertujuan untuk memaksimalkan sumber daya perusahaan.

Perusahaan akan dirugikan jika manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri dan bukan untuk kepentingan pemegang saham. Keadaan inilah yang memunculkan konflik keagenan antara manajer dengan pemilik perusahaan. Masing-masing pihak memiliki tujuan dan memiliki risiko yang berbeda berkaitan dengan perilakunya. Manajer apabila gagal menjalankan fungsinya akan berisiko tidak ditunjuk lagi sebagai manajer perusahaan, sementara pemegang saham akan berisiko kehilangan modalnya kalau salah memilih manajer. Hal ini merupakan konsekuensi dari pemisahan antara fungsi kepemilikan dengan pengelolaan.

Konflik keagenan akan dapat diminimalkan jika manajer juga sebagai pemilik perusahaan atau sebaliknya pemilik sebagai manajer.

Manajer sekaligus sebagai pemilik perusahaan akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingan pemegang saham.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) investasi saham manajerial merupakan salah satu penentu penting di dalam struktur modal perusahaan. Jika kepemilikan *insiders* di dalam perusahaan meningkat, maka meningkatnya hutang akan semakin menarik, karena hutang akan meningkatkan harga saham, dengan demikian meningkatkan nilai pemegang saham. Pada tingkat kepemilikan *insiders* yang signifikan, maka manajer tidak mungkin dapat memegang portfolio yang terdiversifikasi dengan baik, dan meningkatnya hutang dapat menyebabkan biaya yang mahal dalam *human capital* mereka. Dengan demikian, mereka akan mengurangi risiko perusahaan (Smith dan Stulz, 1985). Jika risiko dikurangi dengan penggunaan hutang yang lebih rendah, maka terdapat hubungan yang negatif antara kepemilikan saham oleh *insiders* dengan rasio hutang perusahaan.

### **3. Kepemilikan Institusional**

*Institutional investors* sebagai *monitoring agents*. Moh'd et.al (1998) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham antar pemegang saham dari luar yaitu *institutional investors* dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan dapat mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran *power* merupakan sesuatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan investor institusional dalam bentuk perusahaan akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiders*. Hal yang sama disampaikan oleh Bathala (1994), yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi merupakan salah satu *monitoring agents* yang penting yang memainkan peranan aktif dan konsisten dalam melindungi investasi saham yang mereka pertaruhkan dalam perusahaan. Mekanisme *monitoring* tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham.

Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa adanya konsentrasi kepemilikan, para pemegang saham besar seperti investor institusional akan dapat menjalankan *monitoring* tim manajemen secara lebih efektif, sehingga akan membatasi perilaku oportunistik yang dilakukan oleh *insiders*. Konsisten dengan Fama dan Jensen (1983) yang menyatakan mekanisme *monitoring* dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli yang tidak dibiayai oleh perusahaan, dengan demikian tidak berada dalam pengawasan CEO, sehingga dapat melakukan *monitoring* dengan lebih baik. Bentuk *monitoring* yang lain adalah memberikan masukan sebagai bahan pertimbangan bagi *insiders* dalam menjalankan usaha dan melalui RUPS (Brigham dan Gapenski, 1996).

#### **4. Kebijakan Dividen**

Di dalam penelitian tentang *agency cost* dan perilaku pembayaran dividen perusahaan, Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan. Dalam kondisi demikian, perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika *insiders* memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff dan Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Jensen et al (1992) menyatakan bahwa pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal untuk mengawasi perilaku manajer. Perusahaan yang memiliki *dividend payout* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri, sehingga mengurangi biaya keagenan hutang. Pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer berbuat lebih hati-hati.

## 5. Kebijakan Hutang

Menurut Modigliani Miller semakin besar penggunaan hutang akan semakin besar risiko dan biaya modal sendiri akan bertambah. Penggunaan hutang tidak akan meningkatkan nilai perusahaan karena keuntungan dari biaya hutang yang lebih murah ditutup dengan naiknya biaya modal sendiri.

Pendapat tersebut diperbaiki oleh Modigliani Miller (1963) yang menyatakan bahwa apabila ada pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak.

Menurut Jensen (1986) penggunaan hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, sehingga menghindari investasi yang sia-sia. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan sekaligus meningkatkan risiko kebangkrutan apabila tidak diimbangi dengan penggunaan hutang secara hati-hati.

### Pengembangan Hipotesis

#### a. Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan

Sebagai seorang manajer sekaligus pemegang saham perusahaan, manajer tidak ingin perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan mengalami kebangkrutan. Sebagai manajer akan kehilangan insentif dan sebagai pemegang saham akan kehilangan *return* dari dana yang diinvestasikan. Menurut Friend dan Lang dalam Brailsford (1999) cara untuk menurunkan risiko ini adalah mengurangi penggunaan hutang dalam perusahaan. Penggunaan hutang yang tinggi akan meningkatkan risiko perusahaan, karena perusahaan akan mengalami *financial distress*. Karena itu, manajer akan seminimal mungkin menggunakan hutang sebagai pendanaan dan lebih mengandalkan modal dari pemegang saham. Perusahaan tidak akan dapat berkembang cepat jika hanya mengandalkan

sumber dana dari pemegang saham saja tanpa diimbangi penggunaan hutang.

Penelitian tentang hubungan antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* menunjukkan hasil yang berbeda diantara peneliti. Beberapa peneliti menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* perusahaan seperti Kim dan Sorensen (1986). Peneliti yang lain menemukan hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* perusahaan seperti Moh'd et al (1998).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berhasil menjadi mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan dari manajer dengan menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham. Kepentingan manajer dengan pemegang saham eksternal dapat disatukan jika kepemilikan saham oleh manajer diperbesar sehingga manajer tidak akan memanipulasi laba untuk kepentingannya sendiri. Kalau kepemilikan saham rendah, maka ada kemungkinan perilaku oportunistik manajer akan meningkat.

Penelitian yang mengkaji hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan memiliki hasil yang berbeda. Soliha dan Taswan (2002) menemukan hubungan yang positif signifikan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Sementara peneliti lain seperti Laster dan Faccio (1999) menemukan hubungan yang lemah antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

**Hipotesis 1a : Semakin tinggi kepemilikan insider dan kebijakan hutang berpengaruh terhadap semakin tinggi nilai perusahaan**

**Hipotesis 1b : Kepemilikan insider berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan**

#### **b. Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan**

Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa kehadiran pemegang saham besar memiliki arti penting dalam memonitor manajer. Coffee (1991) dalam Gillan & Starks (2003) menyatakan bahwa ada

perubahan perilaku *institutional investors* yang pasif menjadi aktif dalam melakukan *monitoring*. Menurut Coffee hal ini disebabkan oleh kepemilikan saham yang signifikan yang menghasilkan peningkatan kemampuan untuk melakukan tindakan secara kolektif. Meningkatnya aktivitas investor institusional ini untuk meningkatkan tanggung jawab manajer. Menurut Bathala et al (1994) semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh investor institusional akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif, dan selanjutnya akan meningkatkan nilai atau kinerja perusahaan karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan memaksa manajer untuk mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi *agency cost*. .

**Hipotesis 2a : Semakin tinggi kepemilikan institusional dan kebijakan hutang berpengaruh terhadap semakin tinggi nilai perusahaan**

**Hipotesis 2b : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan**

### **c. Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan**

Menurut Rozeff (1982) pembayaran dividen merupakan bagian dari *monitoring* perusahaan. Perusahaan cenderung membayar dividen yang lebih besar jika *insiders* memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Easterbook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

Jensen et al (1992) menyatakan bahwa pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal untuk mengawasi perilaku manajer. Perusahaan yang memiliki *dividend payout* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri, sehingga mengurangi biaya keagenan hutang. Pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang

dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer berbuat lebih hati-hati.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen et al (1992) menemukan hubungan negatif antara prosentase saham yang dipegang oleh *insiders* dengan *debt ratio*. Meningkatnya *insiders ownership* dapat mensejajarkan kepentingan *insider ownership* dengan *outsider ownership* dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan. Penelitian yang dilakukan oleh Noronha et al (1996) menemukan bahwa pada kondisi *low growth* dan *no blockholder dividend* merupakan mekanisme yang relevan untuk mengurangi *agency problem*. Dengan demikian, akan terjadi interaksi diantara keputusan dividen dan keputusan struktur modal.

Hasil penelitian menunjukkan hasil yang berbeda apakah kebijakan dividen akan mempengaruhi secara positif terhadap nilai perusahaan atau mempengaruhi secara negatif terhadap nilai perusahaan. Karena hal tersebut berkaitan dengan preferensi masing-masing investor. Ada investor yang menyukai pembagian dividen yang besar karena menunjukkan kinerja perusahaan yang baik dan ada sebagian yang lain lebih menyukai pembayaran dividen yang kecil atau bahkan tidak membayar dividen karena lebih menyukai jika laba yang diperoleh ditanamkan kembali dalam investasi yang menguntungkan.

**Hipotesis 3 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan**

## c. METODOLOGI PENELITIAN

### 1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2007-2008. Pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* yaitu : (1) memiliki laporan keuangan selama periode penelitian, (2) perusahaan memiliki data kepemilikan insider, kepemilikan institusional, (3) perusahaan memiliki data kebijakan dividen, dan (4)

perusahaan memiliki data jumlah hutang, sehingga jumlah sampel dalam penelitian ini 78 perusahaan. Data penelitian ini dikumpulkan dari *Indonesia Capital Market Directory*.

## 2. Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan dan variabel independennya adalah kepemilikan insider, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan hutang sebagai variabel *moderating*. Struktur kepemilikan yaitu kepemilikan insider dan kepemilikan institusional menggunakan angka prosentase. Kebijakan dividen adalah variabel *dummy*, akan bernilai 1 jika membagikan dividen pada tahun penelitian dan akan bernilai 0 jika tidak membayarkan dividen. Nilai perusahaan menggunakan *price to book value*. *Price to book value* dihitung dengan membagi selisih antara total aktiva dengan total hutang dengan jumlah saham yang beredar. Kebijakan hutang menggunakan rasio *debt to equity*.

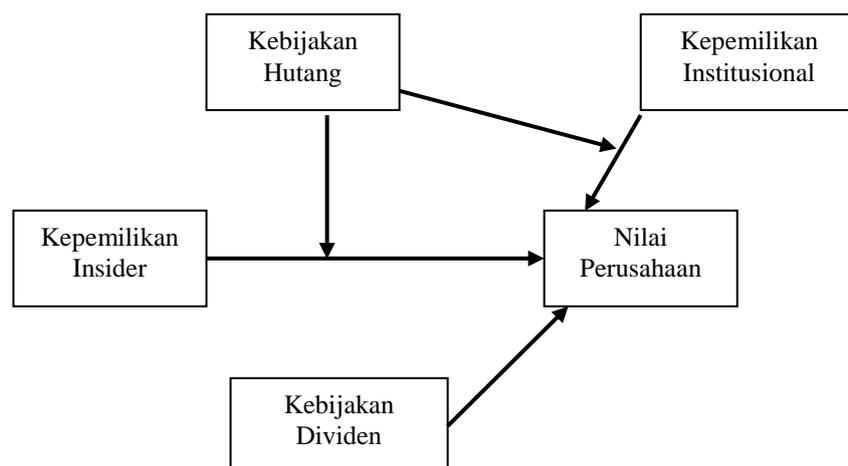
## 3. Model

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

$$PBV = a + b1 \text{ INSDed} + b2 \text{ DERed} + b3 \text{ INSTed} + b4 \text{ DPR} + b5 \text{ INSDed*DERed} + b6 \text{ INSTed*DERed} + e$$

Dimana PBV adalah nilai perusahaan yang diwakili dengan *price to book value*, INSDed adalah kepemilikan *insider* dan INSTed adalah kepemilikan institusional, DPR adalah kebijakan dividen dan DER adalah kebijakan hutang.

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini adalah :



## V. HASIL PENELITIAN

### 1. Statistik Deskriptif

Rata-rata kepemilikan manajerial perusahaan yang terdaftar di BEI adalah 9,53%, rata-rata kepemilikan institusional adalah 63,18% dengan tingkat kebijakan hutang 1,67 dan nilai rata-rata perusahaan adalah 1,49.

**Tabel 1. Deskriptif Statistik**

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DERed	156	,01	28,51	1,6703	3,09811
INSDed	156	,01	79,68	9,5388	17,20342
PBVed	156	,09	14,00	1,4960	1,75279
INSTed	156	10,11	97,00	63,1850	19,84951
DPR	156	,00	1,00	,2949	,45745
derins1	156	,00	597,57	16,7503	64,55632
derinst1	156	,87	2035,04	105,8475	219,46498
Valid N (listwise)	156				

### 2. Hasil Pengujian Hipotesis 1a dan 1b

Berdasarkan hasil pada tabel 4, hipotesa 1a dan 1b terbukti dalam penelitian ini, dimana semakin tinggi kepemilikan insider dan kebijakan hutang berpengaruh terhadap semakin tinggi nilai perusahaan dan kepemilikan insider berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini ditunjukkan dengan variabel kepemilikan insider yang memiliki koefisien 0.04 dengan tingkat sig 0.00 dan variabel kebijakan hutang yang memiliki koefisien 1.69 dengan tingkat sig 0.00. Variabel interaksi antara kepemilikan insider dengan kebijakan hutang juga memiliki nilai yang

signifikan yang ditunjukkan dengan nilai sig 0.028 sehingga dapat dikatakan bahwa variabel kebijakan hutang merupakan *moderating variable* pada hubungan antara kepemilikan insider dengan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang terkonsentrasi akan meningkatkan nilai perusahaan karena dapat mengurangi masalah keagenan. Chen dan Steiner (2000) menemukan bahwa *price to book value* mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan *insider ownership*.

### **3. Hasil Pengujian Hipotesis 2a dan 2b**

Berdasarkan hasil pada tabel 4, hipotesa 2a dan 2b terbukti dalam penelitian ini, dimana semakin tinggi kepemilikan institusional dan kebijakan hutang berpengaruh terhadap semakin tinggi nilai perusahaan dan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini ditunjukkan dengan variabel kepemilikan institusional yang memiliki koefisien 0.035 dengan tingkat sig 0.001 dan variabel kebijakan hutang yang memiliki koefisien 1.69 dengan tingkat sig 0.00. Variabel interaksi antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang juga memiliki nilai yang signifikan yang ditunjukkan dengan nilai sig 0.000 sehingga dapat dikatakan bahwa variabel kebijakan hutang merupakan *moderating variable* pada hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Shleifer dan Vishny (1986), Coffee (1991) dan Bathala et al (1994), dimana semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh investor institusional akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif, dan selanjutnya akan meningkatkan nilai atau kinerja perusahaan karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan memaksa manajer untuk mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi *agency cost*. .

### **4. Hasil Pengujian Hipotesis 3**

Berdasarkan hasil pada tabel 4, hipotesa 3 tidak terbukti dalam penelitian ini, dimana kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini ditunjukkan dengan variabel kebijakan dividen yang memiliki koefisien -0.545 dengan tingkat sig 0.049. Hal ini karena investor lebih menyukai jika laba perusahaan ditanamkan kembali untuk investasi yang menguntungkan daripada dibagikan sebagai dividen.

**Tabel 2 Model Summary**

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,499 <sup>a</sup>	,249	,219	1,54908

a. Predictors: (Constant), DPR, DERed, INSDed, INSTed, derins1, derinst1

**Tabel 3 Anova**

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	118,655	6	19,776	8,241	,000 <sup>a</sup>
	Residual	357,546	149	2,400		
	Total	476,201	155			

a. Predictors: (Constant), DPR, DERed, INSDed, INSTed, derins1, derinst1

b. Dependent Variable: PBVed

**Tabel 4 Koefisien**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1,531	,722		-2,121	,036
	DERed	1,690	,323	2,987	5,235	,000
	INSTed	,035	,010	,400	3,406	,001
	derinst1	-,019	,005	-,2418	-4,072	,000
	INSDed	,040	,009	,391	4,248	,000
	derins1	-,012	,005	-,443	-2,214	,028
	DPR	-,545	,274	-,142	-1,989	,049

a. Dependent Variable: PBVed

Berdasarkan hasil pada tabel 2, besarnya *adjusted R<sup>2</sup>* adalah 24.9% dimana variasi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variabel independen dan *moderating variable* sebesar 24.9%, dan sisanya dijelaskan oleh variabel lainnya. Berdasarkan hasil pada tabel 3, nilai sig F adalah 0.000 sehingga signifikan, artinya variabel kepemilikan insider, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan hutang sebagai variabel *moderating* secara bersama-sama mempengaruhi nilai perusahaan.

## VI. KESIMPULAN DAN SARAN

### 1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil uji hipotesa, penelitian ini menyatakan bahwa kepemilikan insider berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan semakin tinggi kepemilikan insider dan kebijakan hutang berpengaruh terhadap semakin tinggi nilai perusahaan. Penelitian ini juga membuktikan bahwa kebijakan hutang dapat sebagai variabel *moderating* antara kepemilikan insider dan nilai perusahaan. Sehingga hasil penelitian ini membuktikan hipotesa 1a dan 1b. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) dan Chen dan Steiner (2000).

Hasil penelitian juga mendukung hipotesa 2a dan 2b dimana semakin tinggi kepemilikan institusional dan kebijakan hutang berpengaruh terhadap semakin tinggi nilai perusahaan dan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil dalam penelitian ini mendukung hasil penelitian Shleifer dan Vishny (1986), Coffee (1991) dan Bathala et al (1994).

Hasil penelitian tidak mendukung hipotesa 3 karena investor lebih menyukai jika laba yang dihasilkan diinvestasikan kembali untuk mendapatkan keuntungan yang lebih banyak. Secara bersama-sama, semua variabel independen dalam penelitian ini mempengaruhi variasi nilai perusahaan. .

## **2. Saran**

Penelitian yang akan datang dengan konteks yang sama dapat menggunakan data time series yang lebih panjang. Selain itu peneliti dapat menambah variabel independen seperti variabel kinerja keuangan perusahaan dan ukuran perusahaan sehingga hasil penelitian menjadi lebih baik dan akurat.

## **DAFTAR PUSTAKA**

- Bathala., CT, Moon., KP, Rao., RP, 1994, Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective, *Financial Management*, Vo. 23 No 3 pp. 38-50
- Brigham., Eugene, Gapenski., Louis, 2000, *Intermediate Financial Management*, Florida : The Dryden Press
- Crutchley., C E, Hansen., R S, 1998, A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend, *Financial Management*, pp. 36-46
- Dahya., Jay, Lonie., A Alasdair, Power., David M, 1998, Ownership Structure, Firm Performance and Top Executive Change : an Analysis of UK Firms, *Journal of Business Finance and Accounting*, pp. 1089-1118
- Friend., I, Lang., HP, 1988, An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance*, pp. 271-281
- Jensen., M C, 1986, Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, pp. 323-329
- Jensen., M C, Meckling, 1976, Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, pp. 305-360
- Jensen., MC, Solberg and Zorn, 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, pp. 247-263
- Kim., W, Sorensen E, 1986, Evidence of The Impact of The Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp.247-259
- Leland., H, Pyle., D, 1977, Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, pp. 371-388
- Moh'd., M. A., Perry, Rimbey, 1998, The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross Sectional Analysis, *Financial Review*, August, Vol. 33, pp. 85-99

Soliha., Euis, Taswan, 2002, Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Semarang