

**KAJIAN DAMPAK *INSIDER OWNERSHIP*, *EXTERNAL OWNERSHIP*
DAN *LEVERAGE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN.
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI
Periode 2009-2015)**

Banter Laksana

Politeknik Negeri Bandung

banterl@yahoo.co.id

Abstract: *This study aims to test empirically the effect Leverage, insider ownership, and external ownership to firm value. The population of this research is manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange in the period 2009 to 2015. The data collection method used is purposive sampling, and gained as much as 113 sample. Testing of the entire hypothesis in this study using path analysis, through Amos program package version 16.0 for Windows. The results of this study indicate that ownership by internal and external parties could encourage managers in decision making for external financing (leverage) to increase the value of the company. The findings of this study may indicate that the investment of mediation shareholding by external influences on firm value.*

Keywords: *Leverage, insider ownership, and external ownership, and the firm value*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh Leverage, Kepemilikan Internal, dan Kepemilikan Eksternal terhadap Nilai Perusahaan. Populasi yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009 sampai 2015. Teknik pengumpulan data menggunakan purposive sampling dan diperoleh sebanyak 113 sampel. Analisis pengujian hipotesis menggunakan analisis jalur dengan alat bantu program Amos versi 16.0 untuk Windows. Hasil dari penelitian ini menyebutkan bahwa kepemilikan internal dan eksternal dapat mempengaruhi manager dalam mengambil keputusan pendanaan serta meningkatkan nilai dari perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan yang dimediasi oleh investasi perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan eksternal.

Kata Kunci: Pendanaan, Kepemilikan Internal, Kepemilikan Eksternal, dan Nilai Perusahaan

1. PENDAHULUAN

Perusahaan manufaktur merupakan kelompok perusahaan terbesar yang terdaftar di BEI, yaitu 156 perusahaan periode tahun 2006, dan 276 perusahaan di tahun 2015. Perkembangan perusahaan manufaktur di Indonesia baik dalam jumlah maupun ukuran usaha membawa implikasi pada persaingan antar perusahaan yang semakin tinggi dan juga menjadi tempat/sarana untuk berinvestasi bagi investor terutama pada investasi keuangan (sekuritas: saham, obligasi, dll). Fenomena pada perusahaan di Indonesia adalah lemahnya perlindungan hukum terhadap investor, tingkat konsentrasi kepemilikan yang tinggi dan risiko "entrenchment" atau pengeksploitasian

akibat lemahnya praktik *corporate governance*, serta tidak adanya pemisahan antara *control* dan manajemen.

Sebagian besar perusahaan yang terdaftar di BEI, terutama perusahaan manufaktur menggunakan sumber pembiayaannya dari utang. Dari hasil pengamatan fenomena pada struktur modal perusahaan, ditemukan hasil, perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti teori *pecking order* (hirarki pendanaan). Tetapi dari data perusahaan yang terdaftar di BEI untuk perusahaan manufaktur memiliki *Debt Equity Ratio* (DER) dan leverage yang tinggi. Kondisi ini mencerminkan perusahaan-perusahaan tersebut struktur modalnya masih didominasi oleh sumber dana eksternal atau utang, dan dalam jangka panjang akan sangat tergantung pada utang. Dominasi utang ini sesuai pendapat Myers (1984), mengatakan bahwa perusahaan akan melepas ekuitas untuk meningkatkan kapasitas utang.

2. KAJIAN PUSTAKA

2.1 Teori Keagenan

Pemegang saham adalah pemilik dari sebuah perseroan terbatas, dan mereka membeli saham karena mereka ingin mendapatkan pengembalian hasil sahamnya (*returns*). Masalah agen (*agency problem*) muncul karena pemisahan antara pemilik (*ownership*) perusahaan dan pengelola (*manager/agent*) (Jensen dan Meckling, 1976) Menurut Brigham dan Houston (2006), manajer bekerja mewakili para pemegang saham, artinya mereka hendaknya mematuhi kebijakan yang dapat meningkatkan nilai para pemegang saham. Bethel dan Julia (1993), menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun keputusan-keputusan itu tidak meningkatkan nilai perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976), menjelaskan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak yang mana satu atau lebih *principal* menggunakan orang lain atau agen untuk menjalankan aktivitas perusahaan. Agen sebagai pengelola dapat melakukan dua fungsi yaitu, (i). sebagai *entrepreneur*, dan (ii). sebagai *risk bearer/taker*. Yang dikuatirkan dalam hal ini, agen dapat melakukan suatu tindakan tidak terpuji/*moral hazard*, memanfaatkan fasilitas perusahaan atau mengambil risiko berlebihan demi kepentingan pribadi atas biaya pemilik. Agen memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan *principal* disisi lain, demikian juga dengan pihak luar (investor) sehingga mengakibatkan adanya asimetri informasi yang bisa digunakan sebagai dasar perilaku oportunistik untuk meningkatkan kesejahteraan sendiri dan mengabaikan kepentingan pemilik perusahaan dan nilai perusahaan.

2.2 Leverage

Keputusan pendanaan merupakan keputusan penting yang dibuat manajer dalam menentukan struktur modal perusahaan untuk menentukan bagaimana sumber-sumber pembiayaan. Struktur modal merupakan kombinasi antara utang dan ekuitas. Hasil kajian ilmiah di bidang keuangan dalam merumuskan teori ini untuk menjelaskan mengapa perusahaan harus mengambil keputusan pendanaan terdapat beberapa teori yang penting tentang struktur modal perusahaan. Timbulnya *agency cost*

merupakan suatu kondisi yang sangat kompleks dan sangat sulit untuk diminimalkan namun salah satu cara untuk mengontrol biaya tersebut adalah dengan menerbitkan utang.

Pendanaan eksternal (utang) dikenal dengan *leverage*, konsekuensi kebijakan utang akan meningkatkan *leverage* keuangan, karena kebijakan ini akan menambah penggunaan utang untuk kegiatan operasi perusahaan. Hal ini berarti dengan meningkatnya utang akan mengakibatkan perusahaan menjadi lebih berisiko terutama jika penggunaan utang ini tidak dilakukan dengan hati-hati.

2.3 Kepemilikan Saham Perusahaan.

Pendekatan keagenan mengangap struktur kepemilikan sebagai sebuah *instrument* untuk mengurangi konflik kepentingan diantara berbagai pemegang klaim. Pendekatan *asymmetric information* memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidak seimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal. Teori keagenan (*agency theory*) memunculkan argumentasi terhadap adanya konflik antara pemilik yaitu pemegang saham dengan manajer. Kepemilikan *insider* dipandang sebagai mekanisme kontrol yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut dimana semakin tinggi kepemilikan *insider* akan semakin tinggi pula nilai perusahaan.. Secara teoritis ketika kepemilikan manajemen rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan meningkat. Sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik.

2.4 Investasi : Konsep dan Tujuan

Investasi merupakan suatu tindakan pengeluaran dana sekarang yang diharapkan untuk memperoleh arus kas masuk pada waktu-waktu yang akan datang, dan dapat berbentuk investasi nyata (*real assets*) seperti tanah, mesin, bangunan, emas dan lain-lain. Selain itu investasi dapat dalam bentuk investasi keuangan (*financial assets*) seperti deposito, saham dan obligasi. Menurut Weston dan Brigham (1998), keputusan keuangan terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Tujuan berinvestasi adalah memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu. Keputusan investasi oleh perusahaan semata-mata ditujukan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan tidak dapat diamati secara langsung oleh pihak luar. Jika keputusan investasi yang direncanakan gagal dan tidak meningkatkan nilai perusahaan, hal ini bisa terjadi akibat situasi yang spesifik, seperti kelebihan *free cash flow* (Jensen, 1986).

2.5 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan sangat penting karena mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan. Walker (2000); dan Qureshi (2006), mengatakan secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga

pasar sahamnya. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi dan meningkatkan kepercayaan pasar, tidak hanya terhadap kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan dimasa mendatang.

Dari hasil studi yang pernah dilakukan terdahulu menemukan bahwa nilai perusahaan mengacu pada aspek nilai buku dan aspek nilai pasar (Fama dan French, 1998). Nilai perusahaan diukur berdasarkan *cash flow* yang dihasilkan saat ini dan masa yang akan datang, selain itu nilai perusahaan juga tercermin dari harga pasar sahamnya. Jadi nilai perusahaan adalah total nilai pasar utang ditambah nilai pasar saham.

2.4 Pengembangan Hipotesis dan Model Penelitian Empirik

2.4.1 Pengaruh *Insider Ownership*, dan *External Ownership* terhadap Investasi

Konsep *agency theory* menunjukkan adanya masalah pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan di dalam perusahaan. Barclay dan Holderness (1991), memberikan bukti empiris bahwa terdapat peningkatan *turnover* manajemen dan *gains* akibat pembelian saham oleh pihak luar. Jogiyanto (2002), menemukan bahwa pertumbuhan *assets* perusahaan diharapkan dapat memeberikan aspek yang positif bagi perusahaan seperti adanya suatu kesempatan investasi di perusahaan tersebut.

Berdasarkan pada uraian hal-hal tersebut diatas dapat ditentukan hipotesis:

H1 : Diduga *Insider Ownership*/InO berpengaruh positif terhadap Investasi / Invs.

H2 : Diduga *External Ownership* /ExO berpengaruh negatif terhadap Investasi / Invs.

2.4.2 Pengaruh *Leverage* terhadap Investasi

Perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi mendorong penggunaan aktiva (perputaran aktiva) yang tinggi, apabila pendanaan internal tidak cukup untuk mendanai investasi maka perusahaan akan memanfaatkan pendanaan utang. Peningkatan kesempatan investasi berpengaruh pada kenaikan utang. Menurut Jensen (1986) dengan adanya utang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh para manajemen sehingga bisa menghindari investasi yang sia-sia. Apabila perusahaan menggunakan utang maka manajer akan dipaksa mengeluarkan kas untuk membayar bunga. Apabila bunga tidak dibayarkan oleh manajer, perusahaan dapat mengalami kebangkrutan, sesuatu yang akan dihindari manajer. Maka keputusan penggunaan utang dapat dilihat sebagai upaya untuk mengatasi konflik keagenan atas *free cash flow*.

Berdasarkan pada uraian hal-hal tersebut diatas dapat ditentukan hipotesis:

H3 : Diduga *Leverage* /Lev berpengaruh positif terhadap Investasi / Invs.

2.4.3 Pengaruh *Insider Ownership*, *External Ownership* dan *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan

Bukti teoritis maupun secara empiris telah dinyatakan Jensen dan Meckling (1976), bahwa nilai perusahaan merupakan fungsi dari distribusi dengan proporsi tertentu atas kepemilikan oleh *insiders* dan *outsiders*. Menurut Soliha dan Taswan (2002), terdapat hubungan yang signifikan dan positif antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Sementara peneliti lain, Laster dan Faccio (1999), menemukan

hubungan yang lemah antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Chen et al. (2003) mengembangkan sebuah model yang menunjukkan bahwa pada level tinggi dari kepemilikan manajerial, manajer cenderung mengamankan (*entrenched*) pada posisinya yang mengakibatkan hubungan yang bersifat negatif antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan.

Berdasarkan pada uraian hal-hal tersebut diatas dapat ditentukan hipotesis:

H4 : Diduga *Insider Ownership/InO* berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan/FV.

Barclay dan Holderness (1991) telah memberikan bukti empiris bahwa terdapat peningkatan *turnover* manajemen dan *gains* akibat pembelian saham oleh pihak luar.

Berdasarkan pada uraian tersebut dapat ditentukan hipotesis:

H5 : Diduga *External Ownership /ExO* berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan/FV.

Hubungan utang dan nilai perusahaan menurut beberapa peneliti seperti, Jensen dan Meckling (1976); Miller dan Modigliani dalam Brigham (2006), menemukan bahwa rasio utang naik akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi sampai pada titik tertentu tambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan. Fama dan French (1998), dari hasil penelitian mereka mengatakan keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan pada uraian hal-hal tersebut diatas dapat ditentukan hipotesis:

H6: Diduga *Leverage /Lev* berpengaruh positif terhadap Nilai Perusaha / FV

2.4.4 Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai perusahaan

Demsetz (1983) mengatakan bahwa dalam memaksimalkan nilai aset-aset perusahaan justru diperlukan yang terbesar karena adanya kontrol dari pihak luar akan dapat meningkatkan kinerja sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Kallapur dan Trombley (2012) membuktikan bahwa IOS (*Investment Opportunity Set*) yang ada bagi perusahaan merupakan faktor utama yang menentukan pergerakan harga saham yang juga mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan pada uraian hal-hal diatas dapat ditentukan hipotesis:

H7 : Diduga Investasi/Invs berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan/FV.

3. METODOLOGI

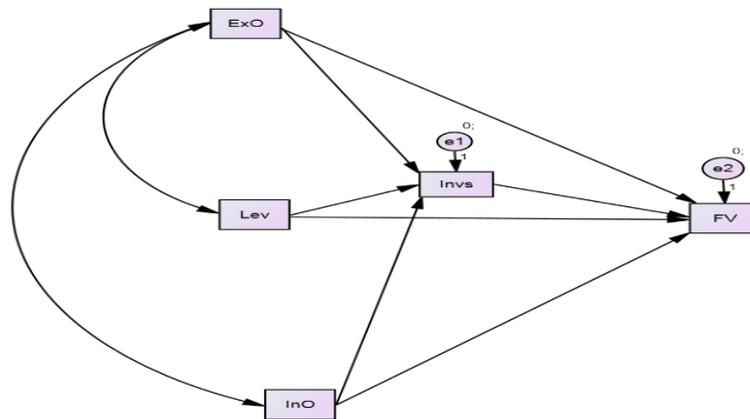
3.1 Desain Penelitian

Penelitian ini termasuk dalam penelitian kausal, karena penelitian ini dilakukan untuk menguji hipotesis tentang pengaruh kausalitas antar satu atau beberapa variabel. Penelitian ini difokuskan pada pengujian secara empiris terhadap bangun model yang dikembangkan berdasarkan usulan model teoretikal dasar.

Model empirik penelitian tersebut ditentukan dari: (1) hubungan kausalitas antara kepemilikan saham dengan investasi dimana ada perilaku oportunistik manajer perusahaan; (2) hubungan kausalitas *leverage* dengan investasi, (3) hubungan kausalitas antara kepemilikan saham dengan nilai perusahaan dan (4) hubungan kausalitas antara kepemilikan saham dan *leverage* dengan nilai perusahaan dimediasi oleh investasi.

3.2 Diagram Jalur Model Empiris penelitian

Berdasarkan hasil hipotesis dari pengembangan teoritikal dasar dapat ditentukan diagram jalur model empiris penelitian, sebagaimana dapat dilihat pada Gambar 1 sebagai berikut :



Gambar 1. Model Empirik Penelitian: Hubungan Antara Variabel *Insider Ownership*, *External Ownership* Dan *Leverage* Terhadap *Firm Value*.

Keterangan:

InO (X₁) = *Internal Ownership*, ExO (X₂) = *External Ownership*, Lev (X₃) = *Leverage* perusahaan, Invs(Y₁) = *Investasi* perusahaan, FV (Y₂) = *Nilai Perusahaan (Firm Value)*, e₁= Variabel lain yang mempengaruhi Y₁, e₂= Variabel lain yang mempengaruhi Y₂

Berdasarkan pada diagram jalur model empiris penelitian, sebagaimana dapat dilihat pada Gambar 1 di atas, maka dapat dibentuk beberapa sub struktur, yaitu: substruktur yang menyatakan hubungan kausalitas variabel InO, ExO, dan *leverage/Lev* dengan *Investasi/Invs* dan *Nilai Perusahaan (Firm Value/FV)* sebagai berikut:

$$FV = \rho_1 Invs + \rho_2 InO + \rho_3 ExO + \rho_4 Lev + e_1 + e_2 \dots\dots\dots (1)$$

$$Invs = \rho_1 InO + \rho_2 ExO + \rho_3 Lev + e_1 \dots\dots\dots (2)$$

3.2 Populasi dan Sampel

3.2.1 Populasi

Populasi adalah kumpulan individu atau obyek penelitian yang memiliki kualitas serta ciri-ciri yang telah ditentukan.. Adapun populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan periode pengamatan mulai dari laporan tahunan tahun 2009 sampai dengan tahun 2015. Kelompok industri manufaktur tahun 2006 berjumlah 156 perusahaan dan di tahun 2015 berjumlah 276 perusahaan.

3.2.2 Sampel

Perusahaan yang dipilih sebagai sampel adalah perusahaan manufaktur di-BEI yang telah mempublikasikan laporan keuangannya secara berturut-turut dari tahun 2009 sampai dengan 2015. Jumlah sampel yang dikumpulkan berjumlah 113 unit data penelitian dengan 5 variabel.

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Kriteria yang ditetapkan untuk memperoleh sampel meliputi:

1. Perusahaan yang telah terdaftar dan tidak pernah didelisting di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2009 - 2015 dan menerbitkan laporan keuangan pada periode tersebut.
2. Tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh manajemen dan masyarakat (kepemilikan saham internal dan kepemilikan saham eksternal); dan tersedia data tentang jumlah anggota dewan komisaris independen (*boards independent*).
3. perusahaan tersebut mempunyai informasi yang berkaitan dengan berbagai pengukuran variabel, seperti: nilai perusahaan (*firm value*) yang diproksi dengan *Tobin's q*.

3.4 Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini terdapat 3 variabel laten, 2 variabel independen (eksogen) yaitu kepemilikan saham (InO, dan ExO) dan leverage/Lev, 1 variabel intervening yaitu Investasi (Invs), dan satu variabel dependen (endogen) yaitu Nilai perusahaan (*Firm Value/FV*) yang diproksi dengan *Tobin's q*.

- 1) Kepemilikan saham sebagai variabel independen (eksogen).

Indikator-indikator yang digunakan dalam kepemilikan saham pada penelitian ini merupakan hasil pengukuran dari dua variabel proksi yaitu *Insider Ownership*, dan *External Ownership*.

- a. Indikator yang digunakan untuk mengukur Kepemilikan Saham Internal adalah Persentase variabel kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan (*Insider Ownership/InO*) dari seluruh modal saham yang beredar.

$$InO = \frac{\text{Jumlahsahamolehmanajemen}}{\text{Jumlahselurusahaambereedar}}$$

- b. Indikator yang digunakan untuk mengukur *External Ownership* (ExO) adalah Kepemilikan saham yang dimiliki oleh *public* atau masyarakat dari seluruh modal saham yang beredar.

$$ExO = \frac{\text{Jumlahsahamoleh masyarakat / public}}{\text{Jumlahselurusahaambereedar}}$$

- 2) *Leverage* sebagai variabel independen (eksogen)

Variabel *Leverage* menunjukkan besarnya rasio utang yaitu rasio dari *total debt to total assets* yang menggambarkan perilaku oportunistik manajerial, yang diperkirakan berpengaruh signifikan terhadap investasi dan nilai perusahaan (*Tobin's q*).

$$\text{Leverage} = \frac{\text{TotalDebt}}{\text{TotalAssets}}$$

3) Investasi (Invs) sebagai variabel *intervening* .

Aktivitas operasi perusahaan membutuhkan investasi, baik untuk aset yang bersifat jangka pendek (*inventory and account receivable*) maupun jangka panjang (*property, plan, and equipment*)., Hal ini sesuai dengan format laporan arus kas (*statement of cash flow*) yang mengukur investasi dari aktiva tetap berwujud dan investasi jangka panjang (Suharli 2005) (Wirjolukito *et al.*, 2003).

$$\text{Invs} = \frac{\text{FixedAssets}}{\text{TotalAssets}}$$

4) Nilai Perusahaan (*Firm Value/FV*) sebagai variabel dependen (endogen).

Ada beberapa pengukuran terhadap nilai perusahaan, dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur atau diproksi dengan *Tobin's Q*. Rasio ini menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap satuan uang untuk setiap tambahan investasi. *Tobin's Q* merupakan nilai pasar modal sendiri (*E/equity*) ditambah utang (*D/debt*), dibagi dengan *Assets (A)*.

$$\text{FirmValue}(\text{Tobin's } Q) = \frac{\text{Equity} + \text{Debt}}{\text{TotalAssets}}$$

3.5 Metode Analisis Data

Metode analisis data penelitian ini menggunakan *path analysis* yang digunakan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh dari variabel-variabel eksogen terhadap variabel-variabel endogen.

3.6 Penilaian Asumsi-Asumsi

Penggunaan model struktural sangat sensitif terhadap karakteristik distribusi data, khususnya distribusi yang melanggar normalitas *multivariate* atau adanya kurtosis yang tinggi dalam data. Oleh karena itu, sebelum data diolah harus diuji ada tidaknya data *outliers* dan distribusi data harus normal secara *multivariate*, kesesuaian model yang dianalisis dievaluasi melalui tiga macam pengujian, yaitu normalitas, *outliers*, *Multicollinearity* dan *Singularity*

3.7 Uji kesesuaian Model (*Goodness of Fit*)

Goodness of fit mengukur kesesuaian input observasi (matrik kovarian atau korelasi) dengan prediksi dari model yang diajukan (*proposed model*). Dalam analisis ini akan digunakan beberapa ukuran dari *goodness of fit* menurut Ghozali (2005) sebagaimana yang terlihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 1. *Goodness Of Fit*

<i>Goodness of Fit Index</i>	<i>Cut off Value</i>
X2-Chi Square	Diharapkan kecil
Significance Probability	≥ 0,05
RMSEA	≤ 0,08
GFI	≥ 0,90

AGFI	≥ 0,90
CMIN/DF	≤ 2,00/3,00
TLI	≥ 0,95
CFI	≥ 0,95

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Pengujian Kelayakan Model Empirik Penelitian

Berdasarkan dari hasil pengujian terhadap kelayakan model empirik penelitian ini, dapat disajikan ringkasan hasil evaluasi *goodness of fit* tersebut pada Tabel 2 berikut:

Tabel 2. Ringkasan Hasil Evaluasi *Goodness Of Fit* Model Empirik Penelitian

<i>Goodness of fit Index</i>	<i>Cut-off Value</i>	Hasil Model	Keterangan
<i>Absolute Measures</i>			
χ^2 - Chi-Square	Diharapkan Kecil	1,950	Nilai χ^2 tabel dengan df = 1 adalah 1,60 Nilai <i>chi-square</i> hitung sebesar 1,950 adalah lebih kecil.
Probability	≥ 0,05	0.163	Baik sekali
CMIN/DF	≤ 2,00	1,950	Baik sekali
RMSEA	0,05 - 0,08	0,093	Baik sekali
<i>Incremental Fit Measures</i>			
TLI	≥ 0,95	0,427	Cukup Baik
CFI	≥ 0,95	0,943	Baik sekali
NFI	≥ 0,90	0,927	Baik sekali

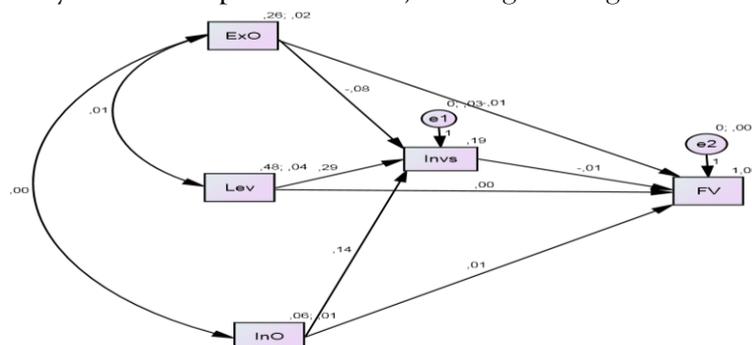
Sumber: Amos Output hasil perhitungan SEM atas variabel penelitian

Dari Tabel 2 di atas tentang ringkasan hasil evaluasi kriteria *goodness of fit*, maka model empirik penelitian dikatakan layak untuk menguji hipotesis yang mengikutinya.

Berdasarkan dari hasil pengujian terhadap kelayakan model empirik penelitian ini, maka dapat disajikan hasil dari *Hoelter goodness of fit* pada $\alpha = 0,05$ sebesar 301, maka model empirik penelitian ini layak bahwa datanya dapat diuji pada hipotesis-hipotesis yang mengikutinya. Dan data dapat digunakan di semua tempat dan bidang.

4.2 Pengujian Hipotesis Model Empirik Penelitian

Selanjutnya, hasil pengujian untuk model empirik penelitian tersebut sesuai dengan tiga pertanyaan dalam penelitian ini, masing-masing diuraikan di bawah ini.



Gambar 2. Model Empirik Hasil Penelitian: Pengaruh *Insider Ownership*, *External Ownership* Dan *Leverage* Terhadap *Firm Value*.

Pembahasan terhadap model empirik penelitian dapat dijelaskan melalui Tabel 3 hasil oleh data dengan Amos sebagai berikut :

Tabel 3. Regression Weights

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
Invs <-- ExO	-,077	,119	-,644	,519	par_5
Invs <-- Lev	,287	,092	3,123	,002	par_6
Invs <-- InO	,143	,224	,636	,525	par_7
FV <-- ExO	-,007	,003	-2,381	,017	par_1
FV <-- InO	,008	,006	1,441	,149	par_2
FV <-- Lev	,002	,002	,781	,435	par_3
FV <-- Invs	-,005	,002	-2,304	,021	par_8

Sumber: Hasil olah data dengan Amos.

4.2.1 Hasil Uji Regresi Pengaruh *Internal Ownership/InO* dan *External Ownership/ExO* Terhadap Investasi (Invs)

Berdasarkan hasil pada tabel 3 dapat dikatakan bahwa hipotesis 1, yang menyatakan bahwa *Internal Ownership/InO* berpengaruh positif terhadap Investasi (Invs), **ditolak**. Demikian juga dengan hipotesis 2 yang menyatakan bahwa *External Ownership/ExO* berpengaruh negatif terhadap Investasi (Invs), **ditolak**.

4.2.2 Hasil Uji Regresi Pengaruh *Leverage* Terhadap Investasi

Hipotesis 3 yang menyatakan bahwa *Leverage* (Lev) berpengaruh positif terhadap Investasi (Invs), **diterima**.

4.2.3 Hasil Uji Regresi Pengaruh *Internal Ownership/InO* dan *External Ownership/ExO* Terhadap Nilai Perusahaan (FV).

Hipotesis 4, menyatakan *Internal Ownership/InO* berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan/FV, **ditolak**. Sementara hipotesis 5, yang menyatakan bahwa *External Ownership/ExO* berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan/FV, **diterima**.

4.2.4 Hasil Uji Regresi Pengaruh *Leverage* dan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan (FV)

Hipotesis 6 yang menyatakan bahwa *Leverage/Lev* berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan/FV, **ditolak**. Dilain pihak hipotesis 7, yang menyatakan bahwa *Leverage/Lev* berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan/FV, **diterima**.

4.2.5 Hasil Uji Regresi Pengaruh *Internal Ownership/InO*, *External Ownership/ExO* dan *Leverage* melalui Investasi Terhadap Nilai Perusahaan (FV)

Hasil pengujian pengaruh mediasi Investasi/Invs terhadap hubungan kausalitas antara *Internal Ownership/InO*, *External Ownership/ExO* dan *Leverage* Terhadap Nilai Perusahaan (FV) sebagai berikut:

Tabel 4. Standardized Direct Effects

	Lev	InO	ExO	Invs
Invs	,295	,059	-,061	,000
FV	,077	,132	-,225	-,217

Sumber: Hasil olah data dengan Amos.

Berdasarkan Tabel 4 diatas pengaruh langsung Lev terhadap Invs sebesar 0,295, dan pengaruh langsung Invs terhadap FV sebesar -0,217 didapat total pengaruh langsung $(0,295 * -0,217) = -0,078$. Jadi pengaruh tidak langsung Lev terhadap FV sebesar -0,078. Sedangkan pengaruh langsung Lev terhadap FV sebesar 0,077 lebih besar dari pengaruh tidak langsung $(0,077 > -0,078)$, ini berarti tidak ada pengaruh mediasi Invs terhadap hubungan kausalitas antara Lev dan FV.

Pengaruh langsung InO terhadap Invs sebesar 0,059, dan pengaruh langsung Invs terhadap FV sebesar -0,217 didapat total pengaruh langsung $(0,059 * -0,217) = -0,158$. Jadi pengaruh tidak langsung InO terhadap FV sebesar -0,158. Sedangkan pengaruh langsung InO terhadap NP sebesar 0,132 lebih besar dari pengaruh tidak langsung $(0,132 > -0,158)$, ini berarti tidak ada pengaruh mediasi Invs terhadap hubungan kausalitas antara InO dan FV.

Pengaruh langsung ExO terhadap Invs sebesar -0,061, dan pengaruh langsung Invs terhadap FV -0,217 didapat pengaruh langsung $(-0,061 * -0,217) = 0,013$. Jadi pengaruh tidak langsung ExO terhadap FV sebesar 0,013 Sedangkan pengaruh langsung ExO terhadap NP sebesar -0,225 lebih kecil dari pengaruh tidak langsung $(-0,225 < 0,013)$, berarti ada pengaruh mediasi Invs terhadap hubungan kausalitas antara ExO dan FV.

4.3 Pembahasan

4.3.1 Hasil Pengujian Pengaruh *Internal Ownership/InO*, dan *External Ownership/ExO*, terhadap Investasi (Invs).

Hipotesis 1 dan hipotesis 2 dalam penelitian ini berhubungan dengan pengaruh dari Kepemilikan Saham yang diproksi dengan *Internal Ownership/InO*, dan *External Ownership/ExO*, terhadap Investasi (Invs).

Jensen (1986), mengatakan bahwa konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham terjadi dengan asumsi pemilik dan agen masing-masing menginginkan *return* yang tinggi terhadap proyek-proyek investasi. Ini berarti apabila Kepemilikan Saham internal rendah akan mendorong manajer keuangan meningkatkan keputusan investasinya pada proyek-proyek yang produktif. Perbedaan kepentingan antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik (pemegang saham) bahwa aksi dari agen tidak memberikan dampak dari keputusannya terhadap peningkatan kemakmuran pemegang saham. Hal ini dikarenakan sifat oportunistik para agen lebih untuk meningkatkan kesejahteraan mereka.

Hasil pengujian hipotesis 2 di atas, ternyata menemukan cukup bukti bahwa kepemilikan saham eksternal adalah tidak efektif. Hal ini dikarenakan *External Ownership/ExO* tidak akan pernah terlibat terhadap pengambilan keputusan keuangan (keputusan investasi) perusahaan oleh manajer. Diharapkan tingkat kepemilikan

masyarakat yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak publik sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajemen. Hal ini membuktikan bahwa kepemilikan saham publik perusahaan sampel belum memadai untuk dapat mempengaruhi manajer dalam mengelola keuangan perusahaan yang dapat mendorong manajer untuk meningkatkan investasi dan akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

4.3.2 Hasil Pengujian Pengaruh *Internal Ownership/InO* dan *External Ownership/ExO* Terhadap Nilai Perusahaan (FV).

Manajer sebagai pemilik diharapkan dapat bertindak untuk kesejahteraan pemilik yang adalah dirinya sendiri. Tetapi seringkali manajer bertindak tidak untuk meningkatkan kesejahteraan para pemilik, hal ini membuktikan bahwa kepemilikan saham internal oleh manajer belum efektif sebagai alat kontrol untuk mencegah manajer oportunistik dan mendorong manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Bethel dan Julia (1993), menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun hal itu tidak meningkatkan nilai perusahaan. Dalam kepemilikan *insider* yang relatif rendah efektifitas kontrol dan kemampuan menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer akan berdampak signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun demikian pada kepemilikan *insider* yang tinggi dan cenderung mengarah pada kepemilikan *blockholder*, mekanisme tersebut akan berkurang efektifitasnya.

4.3.3 Hasil Pengujian Pengaruh *Leverage* Terhadap Nilai Perusahaan (FV)

Dengan adanya utang mendorong manajer untuk bekerja keras mendapatkan laba untuk membayar beban utang dan bunga. Dengan adanya laba yang tinggi menjadi sumber pendanaan internal perusahaan dan manajer akan mengurangi penggunaan utang atau penggunaan utang menjadi rendah. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian sebelumnya yang mengatakan bahwa keuntungan perusahaan yang tinggi, akan menjaga rasio utang relatif rendah.

Penggunaan *leverage* yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan akan menyebabkan biaya bunga semakin besar sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar karena adanya penghematan pembayaran pajak penghasilan badan. Tetapi pada tingkatan tertentu, penggunaan *leverage* justru akan menurunkan nilai perusahaan karena meningkatkan risiko perusahaan. Beberapa perusahaan berukuran kecil dan menengah berusaha untuk menghindari sumber pendanaan external dengan tujuan untuk menghindari dari keterlibatan pihak luar dalam pengambilan keputusan perusahaan. Bagi perusahaan berukuran besar, analisis keuangan percaya bahwa pendanaan eksternal melalui *longterm debt* dapat menaikkan *Earning Per Share* (EPS), yang menyebabkan harga saham naik dan secara keseluruhan nilai perusahaan meningkat. Perusahaan yang berada dalam tahap pertumbuhan cenderung untuk menahan labanya karena memerlukan sumber dana *intern* untuk pembelanjaan investasi.

4.3.4 Pengujian Pengaruh Mediasi

Hasil pengujian pengaruh mediasi Investasi terhadap hubungan kausalitas antara *insider ownership*, *external ownership*, *leverage* dan Nilai Perusahaan, hasilnya Investasi tidak memediasi hubungan kausalitas antara *insider ownership*, *leverage* dan Nilai Perusahaan. Hal ini membuktikan bahwa *insider ownership*, dan *leverage* berpengaruh langsung terhadap Nilai Perusahaan. Sedangkan pengaruh mediasi Investasi terhadap hubungan kausalitas antara *external ownership* dan Nilai Perusahaan. Hasilnya Investasi memediasi hubungan kausalitas antara *external ownership* dan Nilai Perusahaan. Hal ini membuktikan bahwa *external ownership* berpengaruh tidak langsung terhadap Nilai Perusahaan.

5. PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan 7 hipotesis pada penelitian ini, 3 hipotesis diterima yaitu Hipotesis 3, Hipotesis 5 dan Hipotesis 7. Dan 4 hipotesis ditolak yaitu Hipotesis 1, Hipotesis 2, Hipotesis 4 dan Hipotesis 6.

Dari hasil pengujian pengaruh mediasi:

- 1) Hasilnya Investasi tidak memediasi hubungan kausalitas antara *insider ownership*, *leverage* dan Nilai Perusahaan. Hal ini membuktikan bahwa *insider ownership* dan *leverage* berpengaruh langsung terhadap Nilai Perusahaan.
- 2) Investasi memediasi hubungan kausalitas antara *external ownership* dan Nilai Perusahaan. Hal ini membuktikan bahwa *external ownership* berpengaruh tidak langsung terhadap Nilai Perusahaan.

5.2 Saran

Adapun saran yang dapat diajukan dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Dalam menghadapi konflik kepentingan melalui kepemilikan saham, sebaiknya perusahaan memberikan porsi kepada manajer untuk kepemilikan Saham internal rendah, karena akan mendorong manajer meningkatkan keputusan investasinya pada proyek-proyek yang produktif.
- 2) Dalam memenuhi sumber pendanaan utang sebaiknya perusahaan memenuhinya dengan dalam struktur modal optimal yaitu memenuhi proporsi modal : utang perbandingannya 70 : 30 atau 60 : 40. Melalui utang dapat meningkatkan nilai perusahaan pada proporsi yang sesuai/tertentu, apabila utang sudah berlebihan perusahaan akan menghadapi kebangkrutan.

DAFTAR PUSTAKA

- Barclay, M dan Holderness, C, 1991. "Control of Corporations by Active Block Investor", *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol.4 hal.68-77.
- Bethel, J.E. dan Julia Liebeskind, 1993, "The Effect of Ownership Structure on Corporate Structuring". *Strategi management Journal*, Vol. 14: pp. 15 - 31.
- Brealey, R. dan S. Myers, 2005, "Principles of Corporate Finance", 8th edn. London: McGraw-Hill.

- Brigham, Eugene F. dan Houston Joel F., 2006, "Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jilid 1". Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Edisi Kesepuluh, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Euis Soliha dan Taswan, 2002, "Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan serta beberapa faktor yang mempengaruhi", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.
- Fama, E.F, and French, K.R., 1998, "Taxes, Financing Decision, and Firm Value", *The Journal of Finance* vol.LIII no.3, June, p 819-843.
- Jensen, Michael C., 1986, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Association, The American Economic Review* vol.76 no.2, May, pp 323-329.
- Jensen, Michael C., & Meckling, William H., 1976, "Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol.3 no.4, October, pp 305-360.
- Jogiyanto, Hartono., 2002, "Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi Investment Opportunity Set and Hubungan Realisasi Pertumbuhan", Simposium Nasional Akuntan V, Ikatan Akuntan Indonesia, Kompartemen Akuntan Pendidikan, Semarang.
- Kallapur, S & M. A Trombley., 1999, "The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business Finance & Accounting*, 26, pp 505-519.
- Kallapur, S & M. A Trombley., 2001, "The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement", *Journal of Managerial Finance*, vol 27, no 3.
- Lasfer, Meziane, dan Faccio, Mara, 1999, "Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence". *Working Paper*, <http://ssrn.com/abstract=179008>.
- Qureshi, Muhammad Azeem (2006), "System dynamics modelling of firm value". *Journal of Modelling in Management*. Vol. 2, No. 1, pp. 24-39.
- Walker, M Mark (2000), "Corporate Take Over, Strategic Objectives, and Acquiringn Firm Shareholders Wealth". *Financial Management*, Winter: pp. 36-46.
- Weston J. Fred, dan Brigham Eugene F., 1998, "Dasar-Dasar Manajemen Ke-uangan," Edisi Kesembilan. Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Wright, Peter, dan Ferris, Stephen P., 1997, "Agency Conflict & Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value". *Strategic Management Journal*. Vol. 18: pp. 77-83.