

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING : STUDI
PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA**

Paulina
paulina.harun@ibs.ac.id

Brigitta Kintan; Margaretha Yosilia; Michelle Pamela; Muhammad Irfa; Muhammad Rasyid
Ridho; Syifa Malona

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the effect of ownership structure on firm value with dividend policy as moderate variable. The population of this study are all manufacture firms that are listed in Indonesian Stock Exchange from 2016 to 2018. This study is using purposive sampling method and as the result, 36 firms were chosen as the samples. Multiple analysis regression has been used to test all of the hypothesis by a software called Eviews 11. The result indicate that managerial ownership has a positive effect on firm value; intititional ownership has a negative effect on firm value; dividend policy can't moderate the relationship between managerial ownership and firm value; dividend policy can moderate the relationship between institutional ownership and firm value.

Keywords : *Manageirial Ownership, Institutional Ownership, Firm Value, Dividend Policy*

1. Pendahuluan

Setiap perusahaan baik itu yang bersifat publik ataupun non publik memiliki tujuan yaitu salah satunya adalah untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki nilai yang tinggi maka menggambarkan kesejahteraan dari para pemiliknya atau para pelaku investor (Wahyudi & Pawestri, 2006). Apabila harga saham dari sebuah perusahaan meningkat maka secara tidak langsung itu akan memberikan kemakmuran kepada pemegang saham, hal ini menunjukkan bahwa nilai dari perusahaan tersebut maksimal (Ukuran et al., 2019). Berdasarkan jurnal (Kholis et al., 2018), nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan beberapa indikator antara lain; (1) Price Earning Ratio (PER); (2) Tobin's Q Ratio (Q Tobin); (3) Price Book Value (PBV).

Jurnal (Kholis et al., 2018) melakukan analisa terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi nilai suatu perusahaan. Faktor-faktor yang dianalisa yaitu leverage, firm size, profitability dan kualitas laba. Berdasarkan hasil penelitian, yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah leverage, firm size dan kualitas laba. Faktor

lain yang mampu mempengaruhi nilai perusahaan, salah satunya adalah kepemilikan manajerial (Kholis et al., 2018). Kepemilikan manajerial (*manajerial ownership*) adalah pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan dan juga diberikan kesempatan untuk memiliki saham perusahaan (Suastini et al., 2016). Kepemilikan manajerial dinilai mampu mempengaruhi nilai dari suatu perusahaan karena pihak manajemen memiliki wewenang dalam mengambil sebuah keputusan serta bertanggung jawab atas perusahaan secara keseluruhan.

Hasil penelitian (Kholis et al., 2018) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, karena pihak manajer belum merasakan manfaat kepemilikan dan rasa tanggungjawab yang besar atas perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari nilai presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajer terhadap perusahaan masih sangat kecil. Dengan ini maka menggambarkan bahwa pihak manajer tidak mengutamakan kepentingan dari pemegang saham melainkan lebih mengutamakan kepentingannya sendiri dengan pendapatan perusahaan yang tinggi. Sedangkan hasil penelitian dari (Aprilia Anita, 2016) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berpengaruhnya nilai perusahaan disebabkan karena adanya pengendalian yang dimiliki oleh pihak manajerial sehingga tujuan dari manajer akan selaras dengan kepentingan para pemegang saham dimana hal ini erat kaitannya dengan meningkatnya nilai perusahaan.

Faktor lain yang dinilai mampu mempengaruhi nilai suatu perusahaan adalah kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen dimana dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan meningkatkan sistem pengawasan yang lebih ketat serta optimal (Permanasari, 2010). Kepemilikan institusional diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan oleh blockholder (Wahyudi & Pawesti, 2006).

Hasil penelitian (Kholis et al., 2018) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Semakin besar presentase saham oleh pihak institusi maka akan menyebabkan usaha pengawasan menjadi lebih efektif karena dinilai dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan pihak manajer. Kepemilikan institusional mampu mendorong monitoring yang lebih optimal terhadap kinerja suatu perusahaan. Sedangkan hasil penelitian (Dewi & Nugrahanti,

2017) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan melakukan perhitungan dengan menggunakan pengukutan Tobin's Q dimana hasilnya menggambarkan bahwa tinggi rendahnya kepemilikan institusional pada perusahaan belum mampu menjadi mekanisme dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Fenomena terkait dengan nilai perusahaan salah satu contohnya adalah penurunan saham yang dialami oleh perusahaan Telkom dimana saham perusahaan ini melemah sejak pertengahan bulan Februari 2020. Saham perusahaan tercatat di angka Rp3.650/ lembar saham pada 21 Februari 2020 dan mengalami penurunan hingga Rp3.470/ saham pada 27 Februari 2020. Saham dari Telkom mengalami pelemahan karena faktor dari tekanan ekonomi global. Selain karena adanya isu virus korona adanya isu krisis likuiditas. Isu krisis likuiditas ini dialami oleh Telkomsel karena ada dana dari investor asing yang dicabut senilai Rp1.75 triliun. Penurunan harga saham dapat menggambarkan keadaan pelaku saham yang kurang maksimal sehingga keadaan ini dikhawatirkan dapat memberikan efek negatif terhadap nilai perusahaan tersebut dimana akan menyebabkan kerugian bagi para pelaku investor yang lainnya.

Penelitian ini merupakan modifikasi penelitian dari (Kholis et al., 2018). Penelitian ini menggunakan struktur kepemilikan sebagai variabel independent dan nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Penelitian ini menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Menurut **Sutrisno (2011)** kebijakan dividen adalah keputusan apakah yang akan diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba yang ditahan dengan tujuan untuk pembiayaan investasi di masa mendatang. Laba yang ditahan akan mengalami pengurangan apabila perusahaan memutuskan untuk membagikan laba sebagai dividen. Namun kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar apabila perusahaan memutuskan untuk menahan laba yang diperoleh.

2. Literatur Review dan Pengembangan Hipotesis

Teori Keagenan

Teori keagenan secara umum mengatur interaksi kedua kepentingan yaitu pemegang saham sebagai pemberi tugas (prinsipal) dan manajemen sebagai penerima tugas (agen) dalam melaksanakan pekerjaannya. Prinsipal memberikan fasilitas berupa pendanaan untuk menjalankan suatu perusahaan dan agen berkewajiban melaksanakan

tugasnya dalam mengelola perusahaan dan memenuhi kesejahteraan pemegang saham. Dari kedua kepentingan tersebut, prinsipal akan memperoleh berupa dividen dan agen memperoleh bonus berupa honor dan semacam lainnya.

(Jensen dan Meckling, 1976) menyatakan bahwa keagenan dapat terjadi antara manajemen dengan pemegang saham yang merupakan masalah konflik kepentingan tersebut. Manajer mementingkan kepentingan pribadinya dengan menetapkan gaji yang besar dan berdampak sebagian beban perusahaan ditanggung oleh pemegang saham yang mengakibatkan adanya perseteruan kedua kepentingan tersebut. Perseteruan tersebut sanggup terjadi karena pemegang saham dengan pemegang hutang memiliki struktur penerimaan yang berbeda. Untuk mengurangi perseteruan dalam masalah agensi maka dapat membedakan antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional (Haruman, 2008).

Nilai Perusahaan

Nilai Perusahaan merupakan pandangan investor pada tingkat keberhasilan perusahaan yang biasanya dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi pada dasarnya menumbuhkan nilai yang tinggi juga bagi perusahaan, dimana kepercayaan pihak eksternal atau investor terhadap perusahaan semakin meningkat. Nilai perusahaan didefinisikan menjadi harga yang bersedia dibayar oleh investor jika suatu perusahaan hendak dijual (Sartono, 2010).

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan manajerial yang besar di dalam perusahaan akan efektif untuk mengawasi aktivitas perusahaan (Diyah dan Erman, 2009). Nur'aeni (2010) menyatakan bahwa apabila perusahaan memiliki kepemilikan manajerial yang rendah maka insentif yang dikeluarkan untuk memonitor kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan mengalami peningkatan.

Kepemilikan manajerial diasumsikan menjadi prosedur pengendalian internal yang berfungsi sebagai monitoring positif dalam mengurangi permasalahan keagenan. Tingkat konsentrasi kepemilikan manajerial memiliki akibat krusial bagi manajer untuk bertindak pada kepentingan terbaik demi maksimalisasi nilai mereka sendiri (Ahmed, 2009). Beberapa studi empiris mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap

biaya keagenan telah menemukan hasil yang berbeda – beda. Yuni dkk. (2014) serta Bameri dan Jabari (2014) menemukan hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap biaya keagenan

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan milik institusi, seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan institusi lainnya (Kusumaningrum dan Rahardjo, 2013). Struktur kepemilikan (*ownership structure*) yaitu struktur kepemilikan saham, dimana terdapat perbandingan antara jumlah saham jumlah saham yang dipegang oleh internal dan jumlah saham yang dipegang oleh investor. Struktur kepemilikan saham juga biasa disebut porsi dari kepemilikan institusional dan manajemen pada kepemilikan saham perusahaan. Suatu perusahaan dikepalai oleh direksi (*agents*) yang dipilih oleh pemegang saham (*principals*) untuk menjalankan kegiatannya.

Menurut Bathala, et al dalam Endraswati (2009), kepemilikan saham oleh institusi merupakan salah satu monitoring agents yang penting dalam memainkan peranan aktif dan konsisten dalam melindungi investasi saham yang mereka pertaruhkan dalam perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat control eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan akan menggunakan dividen yang rendah (Wahyudi dan Pawesti, 2006).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividend policy*) ialah keputusan untuk persetujuan dari pembagian bentuk perolehan laba perusahaan kepada stakeholders dimana dapat diberikan sebagai laba atau modal investor di masa yang akan datang. Apabila perusahaan menentukan untuk membagikan laba sebagai dividen maka akan mengurangi keuntungan yang ditahan dan selanjutnya akan mengurangi total sumber dana intern (Sartono, 2001 dalam Setiawati, 2012).

Rerangka Pemikiran dan Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi kepemilikan saham serta sebagai pemegang saham (Christiawan & Tarigan, 2007). Nilai perusahaan merupakan

cerminan nilai aset perusahaan yang berupa harga saham berdasarkan saham perusahaan. Hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan berkaitan teori agensi bahwa terjadi interaksi antara kedua kepentingan yaitu manajemen dengan pemilik dengan manajemen sebagai agen bertanggung jawab dalam mengoptimalkan laba para pemilik dan manajemen mendapatkan komisi sebagai imbalannya. Manajer sekaligus pemegang saham berupaya dalam meningkatkan perusahaan agar nilai kekayaan yang dimiliki meningkat.

Penelitian yang dilakukan oleh (Pratiwi, 2016) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dikarenakan dua kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham seharusnya sejajar terhadap kepemilikan manajerial. Apabila nilai perusahaan meningkat kinerjanya maka proporsi kepemilikan saham pun ikut meningkat. Berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Eka dkk., 2020) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Menurut hasil analisisnya, presentase saham yang dimiliki manajer pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia relatif kecil yang mengakibatkan belum memiliki rasa tanggungjawab terhadap perusahaan tersebut dan mengutamakan kepentingan pribadinya.

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan institusional merupakan sejumlah proporsi saham yang dimiliki sebagian atau sepenuhnya milik perusahaan. Kepemilikan institusional memiliki kemampuan dalam mengelola manajemen, semakin manajemen berfokus dalam mengoptimalkan perannya, maka manajemen mampu menekan tindakan oportunistik dan mendorong peningkatan kinerja manajemen serta pengambilan keputusan suatu perusahaan. Hal ini dapat memberikan dampak positif bagi perusahaan.

Menurut hasil penelitian yang dilakukan oleh (Eka dkk., 2020) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dikarenakan pihak manajer mampu mengendalikan tindakan oportunistik dalam usahanya memonitoring presentase saham institusi. Usaha tersebut mampu memberikan dampak bagi para investor dalam kesejahteraannya agar dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan menurut (Rahma, 2014) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dikarenakan semakin besarnya jumlah kepemilikan saham perusahaan akan mengakibatkan pada

penurunan nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan bahwa investor institusi cenderung memihak kepada manajemen yang mengutamakan kepentingan pribadinya.

H2 : Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderating

Dividen merupakan pembayaran yang dilakukan perusahaan setelah menghasilkan laba dalam bentuk *sharing asset* kepada para investor. (Abdullah dkk., 2012) menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan suatu alat informasi dibidang keuangan yang menarik untuk diteliti.

(Sulong & Nor, 2010) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki komisaris independen yang lebih besar diharapkan membayar dividen karena merupakan bagian terpenting dari laba perusahaan guna meningkatkan kesejahteraan para investor. Agar keberadaan dividen mampu mengurangi biaya keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan, maka perusahaan harus meningkatkan komunikasi dan pengambilan keputusan yang tepat suatu masalah dalam perusahaan.

Hasil penelitian Eka dkk (2020) sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Budianto dan Payamta (2014) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan dan pasar bereaksi negatif terhadap kepemilikan manajerial akan tetapi reaksi tersebut berbeda apabila perusahaan membayarkan dividen. Kebijakan dividen merupakan hal yang penting dalam memecahkan suatu masalah yang berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Besarnya dividen yang dibayarkan maka meningkatnya nilai perusahaan.

Ha3 : Kebijakan dividen memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderating

Para investor menilai bahwa perubahan dividen menjadi sinyal ramalan keuntungan oleh manajemen. Terjadinya reaksi pasar dikarenakan adanya pengumuman pembayaran dividen yang mengandung sebuah informasi yang terdapat dalam teori sinyal. (Gordon & Lintner) dalam teori sinyal kebijakan semakin meningkatnya dividen yang dibayarkan maka akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang mampu menaikkan kesejahteraan para investor.

2018 melalui website Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan jurnal – jurnal yang berhubungan dengan tujuan penelitian.

Tehnik Penentuan Sampel

Table 1 : Pemilihan Sampel

No	Kriteria	Jumlah Sampel
1	Perusahaan Manufaktur Terdaftar di BEI	444
2	Data tidak tersedia lengkap dan tidak memenuhi kriteria	(336)
3	Data Outlier	(20)
4	Data yang digunakan sebagai sampel akhir	88

Sumber : Hasil olahan data

Variabel Penelitian dan Operasionalisasi Variabel

Variabel Dependen

Variabel dependen penelitian ini adalah nilai perusahaan. Variabel dependen diukur menggunakan rasio PBV (*Price to Book Value*). Price Book Value (PBV) merupakan rasio harga saham terhadap nilai buku dari perusahaan, dimana jumlah modal yang diinvestasikan ditunjukkan dengan kemampuan perusahaan menciptakan nilai yang relatif. Tingginya PBV mencerminkan tingginya harga saham jika dibandingkan dengan nilai buku perlembar saham. Rumus perhitungan PBV adalah (Rai Prastuti & Merta Sudiarta, 2016) :

$$Price\ to\ Book\ Value = \frac{harga\ per\ lembar\ saham}{nilai\ buku\ per\ lembar\ saham}$$

Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan dimana diukur dari presentase kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

- Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajer. Rumus presentase dari kepemilikan manajerial sebagai berikut (Pakpahan et al., 2020):

$$Kepemilikan\ Manajerial = \frac{Jumlah\ saham\ yang\ dimiliki\ manajer}{Jumlah\ saham\ yang\ beredar}$$

- Kepemilikan Institusional

Menurut (Alamsyah & Muchlas, 2018), kepemilikan institusional merupakan jumlah saham yang dimiliki oleh institusi seperti perbankan, perusahaan manufaktur, perusahaan asuransi, dan institusi lainnya. Investor institusional diyakini memiliki

kemampuan untuk memonitor tindakan manajemen lebih baik dibandingkan investor individual. Rumus presentase dari kepemilikan institusional sebagai berikut (Pakpahan et al., 2020):

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

Variabel Moderasi

Perusahaan memiliki berbagai kebijakan dalam mengelola perusahaannya, sebagai contoh ialah kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan yang diambil oleh perusahaan dalam mengelola laba yang diperoleh. Perusahaan dapat membagikan laba tersebut kepada pemegang saham dalam bentuk dividen ataupun ditahan dalam bentuk laba ditahan atau retained earnings. Kebijakan dividen diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), rumus DPR sebagai berikut (Rai Prastuti & Merta Sudiartha, 2016) :

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba bersih per lembar saham}} \times 100\%$$

Teknik Pengelolaan dan Analisis Data

Analisis yang digunakan dalam penelitian ini merupakan analisis regresi linier berganda dan MRA (*Moderated Regression Analysis*). Adapun model persamaan regresi linier berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \epsilon \dots \dots \dots (1)$$

Kemudian untuk model persamaan MRA dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 Z + \beta_3 X_1 Z + \epsilon \dots \dots \dots (2)$$

$$Y = \alpha + \beta_1 X_2 + \beta_2 Z + \beta_3 X_2 Z + \epsilon \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan:

α = Konstanta

β = Koefisien regresi

X1 = Kepemilikan manajerial

X2 = Kepemilikan institusional

Z = Kebijakan dividen

ϵ = Error

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik Deskriptif digunakan sebagai informasi mengenai variable-variabel yang digunakan dalam penelitian ini seperti kepemilikan manajemen, kepemilikan institusional, kebijakan dividend dan nilai perusahaan.

Tabel 2 : Statistik Deskriptif

	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>N</i>	<i>Std. Dev.</i>
PBV	1.378182	0.900000	0.040000	6.140000	88	1.252345
KM	1.206023	0.050000	0.000000	25.22000	88	4.621829
KI	14.01602	0.740000	0.000000	98.20000	88	30.68170
DPR	0.217273	0.160000	-0.330000	0.990000	88	0.253367

Sumber : Data Olahan Eviews 9

Tabel diatas menunjukkan pengamatan penelitian pada 36 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2016-2018 sehingga data yang didapat sebanyak 88 data. Berikut hasil penjelasan statistik deskriptif sebagai berikut :

1. Variabel dependen Nilai Perusahaan

Variabel dependen nilai perusahaan memiliki nilai tertinggi 6.14 pada perusahaan Mayora Indah Tbk dan nilai terendah 0.04 pada perusahaan Langgeng Makmur Industry Tbk. Nilai mean 1.378182 dan median 0.900000. Standar deviasi sebesar 1.252345.

2. Variabel independen Kepemilikan Manajerial

Variabel independen kepemilikan manajerial memiliki nilai tertinggi 25.22 pada perusahaan Mayora Indah Tbk dan nilai terendah 0. Nilai mean 1.206023 dan median 0.05. Standar deviasi sebesar 4.621829.

3. Variabel independen Kepemilikan Institusional

Variabel independen kepemilikan institusional memiliki nilai tertinggi 98.20 pada perusahaan Indofood Sukses Makmur Tbk dan nilai terendah 0. Nilai mean 14.01602 dan median 0.740000. Standar deviasi sebesar 30.68170.

4. Variabel Moderasi Kebijakan Dividen

Variabel moderasi kebijakan dividen memiliki nilai tertinggi 0.99 pada perusahaan Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul dan nilai terendah -0.33 pada perusahaan Prashida Aneka Niaga Tbk. Nilai mean 0.217273 dan median 0.160000. Standar deviasi sebesar 0.253367.

Uji Data Panel

Chow Test (Uji F-Statistik)

Uji Chow adalah pengujian yang dimana membandingkan hasil output common effect dengan fixed effect (Ghozali, 2018). Dengan keputusan dalam uji Chow sebagai berikut:

1. Menggunakan fixed effect model nilai yang tertera pada cross section Chi Square lebih kecil dari alpha yang dipakai sebesar 5%
2. Menggunakan common effect model jika nilai cross section Chi Square lebih besar dari a. Nilai a yang dipakai yaitu sebesar 5%.

Berikut ini adalah hasil pengujiannya:

Tabel 3 : Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.441081	(35,67)	0.0000
Cross-section Chi-square	159.144431	35	0.0000

Sumber : Data Olahan Eviews 9

Berdasarkan hasil pengujian antara *common effect* dan *fixed effect* didapatkan nilai probabilitas cross-section chi-square sebesar 0,0000. Nilai probabilitasnya lebih kecil dari α 5% ($0,0000 < 0,05$). Secara statistik menolak H_0 sehingga model yang tepat digunakan adalah model *fixed effect*.

Hausman Test

Uji Hausman digunakan untuk mengetahui adanya perubahan struktur dalam jenis model regresi yang diteliti antara fixed effect atau random effect (Ghozali, 2018). Dengan keputusan dalam uji Hausman sebagai berikut:

1. Menggunakan model fixed effect jika nilai yang tertera pada cross section Chi Square lebih kecil dari alpha yang dipakai sebesar 5%
2. Menggunakan model random apabila nilai cross section Chi Square lebih besar dari alpha. Nilai alpha yang dipakai yaitu sebesar 5%.

Berikut hasil pengujiannya:

Tabel 4 : Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.348119	5	0.6465

Sumber : Data Olahan Eviews 9

Berdasarkan tabel uji Hausman diperoleh nilai distribusi chi-square dari perhitungan menggunakan Eviews 9 sebesar 11.076297 dengan probabilitas 0.0499 (kurang dari 5%), sehingga model yang tepat digunakan adalah model estimasi random effect.

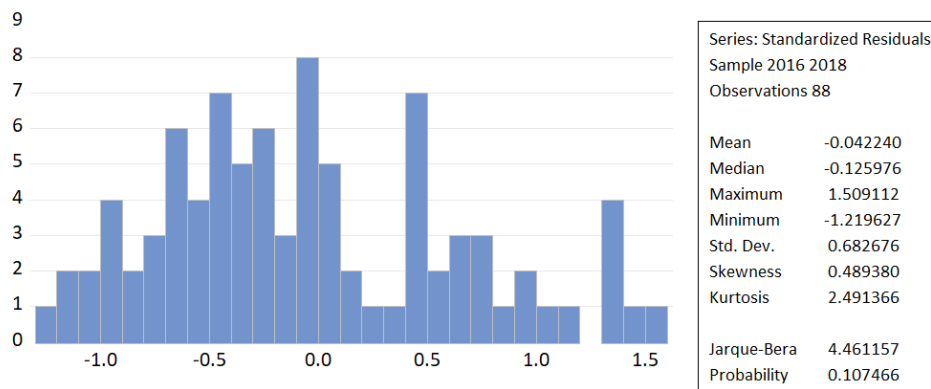
Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas ditujukan untuk menguji model regresi variabel terikat dan variabel bebas terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas ini dilakukan dengan menggunakan uji Jarque-Bera dengan kriteria pengujian sebagai berikut :

- Data terdistribusi secara normal, apabila nilai probabilitas Jarque-Bera hitung $> \alpha 0.05$ atau
- Data terdistribusi tidak normal, apabila nilai probabilitas Jarque-Bera hitung $< \alpha 0.05$

Hasil uji normalitas pada penelitian ini sebagai berikut :



Gambar 2. Uji Normalitas

Sumber : Data Olahan Eviews 9

Berdasarkan hasil pengujian uji normalitas, nilai probabilitas sebesar $0.107466 > 0.05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa data terdistribusi secara normal. Hasil pengujian asumsi klasik pada

penelitian dengan jumlah observasi 108 menjadi 88 setelah dilakukan uji outlier setelah menghapus data beberapa perusahaan dengan nilai ekstrim sehingga menyebabkan data tidak terdistribusi normal.

Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat korelasi antara variabel independen yang satu dengan variabel independen lainnya. Kriteria uji multikolinieritas sebagai berikut :

- a. Data tidak menunjukkan masalah multikolinieritas, apabila nilai koefisien < 0.8 atau
- b. Data menunjukkan masalah multikolinieritas, apabila nilai koefisien > 0.8

Tabel 5 : Uji Multikolinieritas

	D(KM)	D(KI)	D(DPR)	KM*DPR	KI*DPR
D(KM)	1.000000	-0.114889	0.020228	-0.017970	-0.029461
D(KI)	-0.114889	1.000000	0.020845	0.103518	0.224160
D(DPR)	0.020228	0.020845	1.000000	0.067506	0.306785
KM*DPR	-0.017970	0.103518	0.067506	1.000000	0.063639
KI*DPR	-0.029461	0.224160	0.306785	0.063639	1.000000

Sumber : Data Olahan Eviews 9

Hasil pengujian multikolinieritas terlihat bahwa nilai koefisien antara variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional memiliki nilai < 0.8 sehingga variabel dalam model regresi tidak menunjukkan masalah multikolinieritas.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian satu pengamatan ke pengamatan lain. Kriteria untuk melakukan uji heteroskedastisitas sebagai berikut :

- a. Data tidak mengalami masalah heteroskedastisitas, apabila nilai probabilitas $> \alpha 0.05$ atau
- b. Data mengalami masalah heteroskedastisitas, apabila nilai probabilitas $< \alpha 0.05$.

Tabel 6 : Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.066580	0.713635	0.093297	0.9266
NLOGKM	0.195752	0.545927	0.358568	0.7237
NLOGKI	-0.113707	0.525873	-0.216226	0.8310
NLOGDPR	0.127763	0.546174	0.233923	0.8174
KM*DPR	-0.069466	0.208865	-0.332587	0.7429
KI*DPR	0.003141	0.028907	0.108642	0.9146

Sumber : Data Olahan Eviews 9

Berdasarkan tabel diatas, hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan bahwa nilai probabilitas masing-masing variabel independen struktur kepemilikan manajerial dan struktur kepemilikan institusional memiliki nilai probabilitas $> \alpha$ 0.05 yaitu sebesar 0.7237 dan 0.8310 sehingga dapat disimpulkan bahwa data tidak mengalami masalah heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Hasil uji asumsi klasik autokorelasi menunjukkan bahwa nilai Durbin Watson sebesar 1.86 terletak diantara 1.69 – 2.30. Hal ini menunjukkan tidak ada autokorelasi.

Analisis Regresi Berganda Data Panel

Hubungan variabel independen KM, KI terhadap dependen dianalisis menggunakan analisis regresi data panel. Setelah melakukan uji hausman data yang digunakan *Random Effect Model*

Tabel 7 : Model *Random Effect*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.816025	0.135653	6.015514	0.0000
KM	0.197122	0.048383	4.074215	0.0001
KI	0.001854	0.004263	0.435021	0.6647
DPR	2.149172	0.329493	6.522661	0.0000
KM*DPR	-0.084704	0.152074	-0.556989	0.5791
KI*DPR	-0.025990	0.007886	-3.295826	0.0015

Sumber : Data Olahan Eviews 9

Berdasarkan tabel diatas, model persamaan menggunakan model *random effect* sebagai berikut

:

$$PBV = 0.816025 + 0.197122KM + 0.001854KI + 2.149172DPR - 0.084704(KM*DPR) - 0.025990(KI*DPR)$$

Uji t

Uji t bertujuan untuk menunjukkan seberapa berpengaruh suatu variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen, dengan menggunakan tingkat signifikansi α 0.05 (5%).

Hipotesis diterima atau ditolak dengan kriteria sebagai berikut :

- Apabila nilai probabilitas $\leq \alpha$ 0.05 maka hipotesis diterima.
- Apabila nilai probabilitas $\geq \alpha$ 0.05 maka hipotesis ditolak.

Tabel 7 : Uji Statistik t

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.816025	0.135653	6.015514	0.0000
KM	0.197122	0.048383	4.074215	0.0001
KI	0.001854	0.004263	0.435021	0.6647
DPR	2.149172	0.329493	6.522661	0.0000
KM*DPR	-0.084704	0.152074	-0.556989	0.5791
KI*DPR	-0.025990	0.007886	-3.295826	0.0015

Sumber : Data Olahan Eviews 9

Berdasarkan hasil Uji Statistik t pada tabel diatas, maka hipotesis pada penelitian ini sebagai berikut :

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh bahwa nilai probabilitas variabel independen kepemilikan manajerial $< \alpha$ 0.05 yaitu sebesar $0.0001 < 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial secara parsial berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh bahwa nilai probabilitas variabel independen kepemilikan institusional $> \alpha$ 0.05 yaitu sebesar $0.6647 > 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional secara parsial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H3 : Kebijakan dividen memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh bahwa nilai probabilitas variabel independen kepemilikan manajerial yang dimoderasi kebijakan dividen $> \alpha 0.05$ yaitu sebesar $0.5791 > 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen secara parsial tidak memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

H4 : Kebijakan dividen memoderasi hubungan antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh bahwa nilai probabilitas variabel independen kepemilikan institusional yang dimoderasi kebijakan dividen $< \alpha 0.05$ yaitu sebesar $0.0015 < 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen secara parsial memoderasi hubungan antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Uji F

Uji F bertujuan untuk menguji apakah model regresi yang digunakan dalam penelitian merupakan model regresi yang tepat. Uji F juga bertujuan untuk menguji apakah variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependennya. Kriteria untuk uji F sebagai berikut :

- a. Nilai probabilitas $< \alpha 0.05$, maka H_a diterima artinya variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen.
- b. Nilai probabilitas $> \alpha 0.05$, maka H_o diterima artinya variabel independen secara simultan tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

Tabel 8 : Uji Statistik F

Root MSE	0.393294	R-squared	0.518146
Mean dependent var	0.546675	Adjusted R-squared	0.488765
S.D. dependent var	0.577294	S.E. of regression	0.407429
Sum squared resid	13.61187	F-statistic	17.63520
Durbin-Watson stat	1.866492	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber : Data Olahan Eviews 9

Berdasarkan tabel diatas, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas F-statistik $> \alpha 0.05$ yaitu sebesar $0.000000 < 0.05$ sehingga dapat diartikan bahwa variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen.

Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi bertujuan untuk melihat kemampuan variabel independen menjelaskan variabel dependen yang dilihat dari nilai adjusted R^2 . Apabila nilai R^2 kecil, artinya kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen terbatas.

Tabel 9 : Koefisien Determinasi (R^2)

R-squared	0.518146
Adjusted R-squared	0.488765

Sumber : Data Olahan Eviews 9

Berdasarkan tabel diatas, menunjukkan bahwa nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.518146. Nilai adjusted R^2 sebesar 0.488765. Variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan sebesar 51.8 persen dan sisanya sebesar 48.2 persen dipengaruhi variabel lainnya.

5. Kesimpulan, Keterbatasan Penelitian, dan Saran

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian dari hipotesis pertama menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian dari hipotesis kedua menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian dari hipotesis ketiga menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian dari hipotesis keempat menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dapat memoderasi hubungan antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Hasil dari uji F menunjukkan bahwa variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen. Hasil dari koefisien determinasi (R^2) menunjukkan bahwa cukup besar kemampuan dari variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen.

Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini memiliki keterbatasan karena sampel yang digunakan tidak mengkonversi mata uang ke rupiah sehingga peneliti hanya menggunakan sampel dengan perusahaan yang menyajikan laporan keuangan menggunakan mata uang rupiah. Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan dalam penelitian ini hanya struktur kepemilikan sedangkan masih banyak faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian ini hanya menggunakan tiga tahun periode Perusahaan pada sektor Manufaktur di Indonesia yang tercatat di Bursa Efek Indonesia karena sebagian besar laporan keuangan perusahaan tidak lengkap dan

belum dipublikasikan. Beberapa Perusahaan yang data *annual reportnya* tidak lengkap sehingga berpengaruh kepada hasil dari koefisien determinasi (R^2) rendah.

Saran

Berdasarkan hasil pembahasan penelitian dan kesimpulan di atas maka saran untuk penelitian selanjutnya sebagai berikut:

1. Peneliti selanjutnya dapat menggunakan lebih banyak variable. Karena variabel yang digunakan untuk penelitian ini menggunakan kepemilikan manajerial yang sebagian besar perusahaan manufaktur di Indonesia tidak memiliki kepemilikan manajerial, oleh sebab itu pada penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel lainnya yang berhubungan dengan nilai perusahaan seperti kinerja keuangan perusahaan. Sehingga dapat memberikan gambaran yang lebih luas mengenai faktor apa saja yang mempengaruhi nilai perusahaan dan mendapatkan hasil yang lebih akurat.
2. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan periode lebih dari 3 tahun. Sehingga mendapatkan hasil yang maksimal dan signifikan dari data yang diperoleh.
3. Penelitian ini menggunakan sektor Perusahaan Manufaktur disarankan untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan sektor dan jenis perusahaan lain sebagai sampel penelitian, atau dapat juga mencakup perusahaan internasional.

DAFTAR PUSTAKA

- Alamsyah, A. R., & Muchlas, Z. (2018). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, Dan Ios Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di Bei. *Jurnal Ilmiah Bisnis Dan Ekonomi Asia*, 12(1), 9–16. <https://doi.org/10.32812/jibeka.v12i1.5>
- Dewi, L. C., & Nugrahanti, Y. W. (2017). Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Dewan Komisaris Independen Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Industri Barang Konsumsi Di Bei Tahun 2011–2013). *Kinerja*, 18(1), 64. <https://doi.org/10.24002/kinerja.v18i1.518>
- Kholis, N. K., Sumarmawati, E. D., & Mutmainah, H. M. (2018). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan. *Jurnal Analisis Bisnis Ekonomi*, 16(1), 19–25. <https://doi.org/10.31603/bisnisekonomi.v16i1.2127>
- Pakpahan, D. S., Akuntansi, P. S., Buana, U. M., Akuntansi, P. S., & Hatta, U. B. (2020). *CURRENT Jurnal Kajian Akuntansi dan Bisnis Terkini*. 1, 117–131.
- Permanasari. (2010). Wien_Ika_Permanasari. *Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusional, Dan Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan*.
- Rai Prastuti, N., & Merta Sudiarta, I. (2016). Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur. *None*, 5(3), 254202.
- Suastini, N. M., Ida, B. A. P., & Henny, R. (2016). Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Eefek Indonesia (Struktur Modal sebagai Variabel Moderasi) Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali , Indonesia Nilai perusahaan menggambarkan kem. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 5(1), 143–172.
- Ukuran, P., Dan, P., Dir, K. Y., & Halim, A. (2019). *MODAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN MODERASI*. 7(2), 1–12.
- Wahyudi, U., & Pawestri, H. P. (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, 53, 160. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>

<https://www.merdeka.com/uang/penyebab-turunnya-saham-telkom-awal-tahun-ini.html>