

## STRUKTUR PENDANAAN DAN PENGARUHNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL SEBAGAI PEMODERASI

Sugeng Riyadi Asmoro

*tugas\_7211@yahoo.com*

Fidiana

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

### ABSTRACT

*The purpose of this research is to find out the influence of funding structure to the firm value with the managerial ownership as the moderating at chemical companies which are listed in Indonesia Stock Exchange during the 2011-2013 periods. The samples of the research have been selected by using purposive sampling 10 chemical companies (30 firm years) which meet the criteria have been selected as samples. The regression equation in this research is the Moderated Regression Analysis (MRA) which is applied to test whether the moderating variable can strengthen or weaken the correlation among the independent variables to the dependent variable. The multiple regressions which is done by using SPSS 16 version program, is used as the analysis technique. Based on the result of multiple regressions analysis with the significant influence of 5% therefore this research describes that: (1)  $H_1$  is the funding structure which has influence to the firm value with its significance level is 0.054 cannot be accepted since the value of t count is -2.021 which leads to the negative direction; (2)  $H_2$  is the managerial ownership which has influence to the firm value with its significance level is 0.007 cannot be accepted since the value of t count is -2.901 which leads to the negative direction; (3)  $H_3$  is the managerial ownership positively moderates the correlation of funding structure to the firm value with its significance level is 0.025 and the t count is 2.371. Therefore, the managerial ownership can positively moderate the correlation between funding structure and firm value.*

*Keywords: funding structure, managerial ownership, and firm value.*

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial sebagai pemoderasi pada perusahaan Kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2011-2013. Sampel penelitian dipilih dengan menggunakan teknik *purposive sampling* sehingga didapatkan 10 perusahaan kimia (30 *firm year*) yang memenuhi kriteria. Persamaan regresi dalam penelitian ini adalah *Moderated Regression Analysis* (MRA) yang digunakan untuk menguji apakah variabel moderating dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Teknik analisis yang digunakan yaitu regresi berganda dengan menggunakan program SPSS versi 16. Berdasarkan hasil analisis regresi berganda dengan tingkat signifikansi 5%, maka penelitian ini menunjukkan bahwa: (1)  $H_1$  yaitu struktur pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi sebesar 0,054 tidak dapat diterima karena nilai t hitung sebesar -2,021 menunjukkan arah negatif; (2)  $H_2$  yaitu kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi sebesar 0,007 tidak dapat diterima karena nilai t hitung sebesar -2,901 menunjukkan arah negatif; (3)  $H_3$  yaitu kepemilikan manajerial memoderasi secara positif hubungan struktur pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi sebesar 0,025 dan nilai t hitung sebesar 2,371. Dengan demikian, Kepemilikan manajerial mampu memoderasi secara positif hubungan antara struktur pendanaan terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: Struktur pendanaan, kepemilikan manajerial, dan nilai perusahaan.

## PENDAHULUAN

Dalam kegiatan usaha sangat bergantung sekali dengan pendanaan. Pendanaan sangatlah penting dibutuhkan dalam membangun dan menjamin kelangsungan hidup perusahaan, tanpa pendanaan perusahaan tidak akan berjalan sesuai yang direncanakan. Terdapat beberapa tujuan didirikannya suatu perusahaan diantaranya untuk mencapai keuntungan maksimal sehingga dapat memakmurkan pemilik perusahaan atau pemegang saham. Tujuan ini dapat diwujudkan dengan memaksimalkan nilai perusahaan yang dapat dilihat dari semakin meningkatnya harga saham yang berarti juga nilai perusahaan meningkat sehingga perusahaan akan dipandang baik oleh para calon investor.

Pada umumnya terdapat dua bentuk dasar pembiayaan pada perusahaan yaitu modal sendiri yang berarti sumber intern dan hutang yang berarti sumber ekstern. Sumber intern perusahaan ialah sumber dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan, misalnya dana yang berasal dari keuntungan yang ditahan di dalam perusahaan (*retained earnings*) dapat digunakan untuk menambah modal kerja ataupun membiayai ekspansi perusahaan, melunasi hutang perusahaan dan dapat dicadangkan untuk menghadapi kerugian-kerugian yang akan timbul diwaktu yang akan datang. Sedangkan sumber ekstern perusahaan ialah dana dari luar perusahaan yang berasal dari kreditur berupa pinjaman atau melalui pasar modal dengan mengeluarkan saham.

Struktur modal merupakan salah satu komponen yang sangat penting sebagai landasan pengambilan keputusan pembelanjaan bagi perusahaan. Setiap keputusan pendanaan mengharuskan manajer keuangan untuk dapat mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber-sumber dana yang akan dipilih. Menurut Keown (2010:149) perusahaan harus memahami komponen-komponen utama struktur modal. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal perusahaan yang akan memaksimalkan harga sahamnya. Terlalu banyak hutang akan dapat menghambat perkembangan perusahaan yang juga akan membuat pemegang saham berpikir dua kali untuk tetap menanamkan modalnya.

Penggunaan kebijakan hutang dapat digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan, namun kebijakan hutang juga tergantung dari pertumbuhan perusahaan yang terkait dengan ukuran perusahaan. Artinya perusahaan yang besar dan mempunyai tingkat pertumbuhan yang baik relatif lebih mudah untuk mengakses ke pasar modal. Kemudahan ini mengindikasikan bahwa perusahaan besar relatif mudah memenuhi sumber dana dari hutang melalui pasar modal. Selain itu, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang baik akan mampu untuk membayar bunga hutang dalam menjalankan operasionalnya. Teori struktur modal menjelaskan bahwa kebijakan pendanaan (*financial policy*) perusahaan dalam menentukan struktur modal bertujuan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*).

Salah satu konsep nilai yang menjelaskan nilai suatu perusahaan adalah nilai pasar. Nilai pasar atau sering disebut kurs adalah harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar saham (Christiawan dan Tarigan, 2007). Nilai ini hanya bisa ditentukan jika saham perusahaan dijual di pasar saham. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai saham yang tinggi menjadi harapan para pemegang saham, sebab dengan nilai saham yang tinggi menggambarkan keuntungan yang tinggi bagi pemegang saham. Pemegang saham dan manajer sama-sama menginginkan keuntungan yang maksimal. Disisi lain antara pemegang saham dan manajer sama-sama berusaha untuk menghindari risiko. Manajer memiliki risiko untuk tidak ditunjuk lagi sebagai manajer jika gagal menjalankan fungsinya, sementara pemegang saham memiliki risiko kehilangan modalnya jika salah memilih manajer (Sulistiono, 2010).

Menurut teori keagenan, adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan dapat menimbulkan konflik keagenan (Rachmawati dan Triatmoko, 2006). Konflik keagenan

menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan akan mempengaruhi kekayaan dari pemegang saham, sehingga pemegang saham akan melakukan tindakan pengawasan terhadap perilaku manajemen. Dalam hal ini, kepemilikan manajerial dipandang sebagai mekanisme kontrol yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut. Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan (Christiawan dan Tarigan, 2007). Konflik keagenan bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan. Kebijakan manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat pula. Dengan kepemilikan manajerial, seorang manajer yang sekaligus pemegang saham tidak ingin perusahaan mengalami kebangkrutan. Kebangkrutan usaha akan merugikan manajer karena kehilangan insentif dan pemegang saham akan kehilangan *return* bahkan dana yang diinvestasikan.

### Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian latar belakang sebagaimana dikemukakan, maka tujuan penelitian ini sebagai berikut: (1) Untuk menguji pengaruh struktur pendanaan terhadap nilai perusahaan; (2) Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan; (3) Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial sebagai pemoderasi dalam memperkuat atau memperlemah struktur pendanaan terhadap nilai perusahaan.

## TINJAUAN TEORETIS DAN HIPOTESIS

### Struktur Modal

Struktur modal (*capital structure*) adalah perbandingan atau imbalan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Pendanaan yang efisien akan terjadi bila perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata, sehingga akan memaksimalkan nilai perusahaan (Martono dan Harjito, 2005). Struktur modal menunjukkan proposi atas penggunaan hutang untuk membiayai investasinya, sehingga dengan mengetahui struktur modal, investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian investasinya. Menurut Brigham dan Houston (2007), menggunakan hutang dalam jumlah yang besar akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham. Sehingga dibutuhkan keseimbangan antara jumlah modal yang ada dengan modal yang dibutuhkan supaya perusahaan juga bisa mensejahterakan pemegang saham.

Struktur modal merupakan cermin dari kebijaksanaan perusahaan dalam menentukan jenis sekuritas yang dikeluarkan, karena masalah struktur modal adalah erat hubungannya dengan masalah kapitalisasi, dimana disusun dari jenis-jenis *funds* yang membentuk kapitalisasi adalah struktur modalnya. Keputusan struktur modal berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik yang berasal dari dalam maupun dari luar, sangat mempengaruhi nilai perusahaan. Sumber dana perusahaan dari internal berasal dari laba ditahan dan depresiasi. Dana yang diperoleh dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik perusahaan. Pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari kreditur merupakan hutang bagi perusahaan. Dana yang diperoleh dari para pemilik merupakan modal sendiri.

Hutang dan ekuitas adalah kelompok utama dari kewajiban (*liabilities*) perusahaan, dimana kreditor dan pemegang saham merupakan investor dari perusahaan. Masing-masing investor ini berhubungan dengan tingkat risiko, keuntungan dan kontrol yang berbeda terhadap perusahaan. Kreditor memiliki kontrol yang lebih rendah, oleh karena itu kreditor memperoleh tingkat return yang tetap dan diproteksi dengan kewajiban kontrak untuk mengamankan investasi. Pemegang saham memiliki resiko yang lebih besar, oleh karena itu pemegang saham memiliki kontrol yang lebih besar atas keputusan perusahaan. Penentuan struktur modal bagi suatu perusahaan merupakan salah satu bentuk keputusan keuangan yang penting, karena keputusan ini dapat berpengaruh terhadap pencapaian tujuan manajemen keuangan perusahaan. Tujuan pokok manajemen keuangan adalah merancang dan merencanakan penggunaan dana seefisien mungkin sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Sasaran struktur modal (*Optimal Capital Structure*) suatu perusahaan didefinisikan sebagai struktur yang akan memaksimalkan harga saham perusahaan tersebut. Menurut Brigham dan Houston (2011) Penentuan struktur modal yang akan melibatkan pertukaran antara risiko dan pengembalian yaitu: (1) Menggunakan hutang dalam jumlah yang lebih besar akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham; (2) Menggunakan lebih banyak hutang pada umumnya akan meningkatkan perkiraan pengembalian atas ekuitas. Risiko yang semakin tinggi terkait dengan hutang dalam jumlah yang lebih besar cenderung akan menurunkan harga saham, tetapi perkiraan tingkat pengembalian yang lebih tinggi diakibatkan oleh hutang yang lebih besar akan menaikannya. Harga saham dapat dimaksimalkan dengan cara mencari struktur modal yang menghasilkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian.

### **Teori Trade-Off dalam Struktur Modal**

Menurut Brigham dalam (Kusnaeni, 2012) teori *trade-off* dalam struktur modal yang optimal dapat diperoleh dengan cara menyeimbangkan antara keuntungan penggunaan hutang (*benefit of debt*) dengan biaya kesulitan dan biaya keagenan. Namun teori ini tidak dapat menentukan secara tepat struktur modal yang optimal karena sulit untuk menentukan secara tepat *present value* biaya kesulitan dan *present value* biaya keagenan. Metode ini memberikan tiga hal penting mengenai hutang yaitu: (1) Perusahaan yang memiliki resiko bisnis tinggi sebaiknya menggunakan hutang yang sedikit, karena semakin besar probabilitas kesulitan keuangan akan memperbesar biaya kesulitan keuangan; (2) Perusahaan yang memiliki aktiva berwujud (*tangible asset*) dapat menggunakan hutang yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki aktiva tak berwujud (*intangible asset*); (3) Perusahaan yang sedang membayar pajak yang tinggi dapat menggunakan hutang yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang membayar pajaknya rendah.

Teori *trade off* menjelaskan bahwa, apabila stuktur modal telah berada dibawah target struktur modal optimalnya, maka setiap penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Tetapi apabila posisi struktur modal telah berada diatas terget struktur modal optimal maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Kebijakan struktur modal melibatkan perimbangan antara resiko dan tingkat pengembalian. Dengan mempertimbangkan keuntungan dan kerugian yang terkandung dalam penggunaan hutang pada struktur modal, maka teori *trade off* menyatakan bahwa apabila keuntungan dari penggunaan hutang lebih besar dari biaya-biaya penggunaan hutang sebaiknya perusahaan menggunakan hutang, apabila sebaliknya, maka perusahaan sebaiknya menggunakan ekuitas. Teori *trade off* merupakan model yang sangat konsisten dengan upaya mencari struktur modal agar nilai perusahaan dapat dimaksimumkan. Porsi struktur modal optimal

terletak pada titik dimana keuntungan penggunaan hutang sama dengan biaya penggunaan hutang.

(Myers, 2001) mengemukakan bahwa perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) atau *reorganization*, dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. Teori ini dibangun untuk memperbaiki teori struktur modal Modigliani dan Miller dengan kondisi terdapat pajak, dimana penggunaan utang akan memberikan manfaat penghematan pajak. Dalam pandangan teori ini, penerbitan saham akan menjauhkan dari titik optimal dan akan memberikan kabar buruk bagi investor.

### **Teori Keagenan**

Teori keagenan menyatakan bahwa pemilihan komposisi struktur modal tergantung pada keberadaan biaya keagenan yang dihadapi perusahaan. Teori ini mengasumsikan bahwa keberadaan utang dengan kewajiban tetapnya yang harus dipenuhi perusahaan berupa cicilan pokok dan bunga, akan membuat aliran kas bebas perusahaan digunakan untuk memenuhi kewajiban tersebut. Penggunaan kas bebas perusahaan tersebut akan mencegah manajer untuk menggunakan sumber daya perusahaan secara serampangan (Jensen and Meckling, 1976).

Penggunaan utang akan mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer, namun dengan penerbitan utang ini juga akan memungkinkan timbulnya konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Teori keagenan untuk struktur modal menyatakan bahwa struktur modal yang optimal ditentukan dengan meminimalkan biaya konflik yang mungkin terjadi antar pihak yang terlibat. Menurut Brigham dan Houston (2009:26) teori keagenan didefinisikan sebagai hubungan yang terjadi ketika satu atau lebih individu, yaitu prinsipal yang menyewa individu atau organisasi lain yang disebut sebagai agen, untuk melakukan sejumlah jasa atau mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut.

Konflik antara manajer dan pemegang saham dapat terjadi saat terdapat *free cash flow*. Ketika perusahaan tidak lagi mempunyai kesempatan investasi yang menarik, pemegang saham menginginkan *free cash flow* dibagikan kepada mereka dalam bentuk dividen. Disisi lain manajer cenderung ingin menahan sumber daya termasuk (*free cash flow*) tersebut sehingga manajer mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut (Hanafi, 2008:317).

Konflik keagenan antara kreditur dan pemegang saham muncul karena pemegang saham selalu menginginkan agar manajer bersifat agresif dalam menerima proyek-proyek dengan *expected return* (pengembalian yang diharapkan) yang tinggi. Apabila proyek yang berisiko tinggi tersebut dapat memberikan hasil baik, kreditur akan tetap dibayar dengan tingkat bunga sesuai kontrak, sedangkan keuntungan sisa (*residual gain*) akan menjadi hak pemegang saham meskipun kreditur juga telah menanggung tambahan risiko atas kemungkinan gagalnya proyek.

### **Teori Sinyal (Signaling Theory)**

Struktur modal dengan tingkat *leverage* yang tinggi digunakan sebagai sinyal untuk membedakan kondisi perusahaan yang baik dan yang buruk. Hanya perusahaan yang sehat dan kuat yang dapat berhutang dengan menanggung risikonya. Dalam meminimalkan biaya informasi dari pelepasan saham, maka suatu perusahaan lebih menyukai menggunakan hutang daripada ekuitas jika perusahaan tampak *undervalued*, dan menggunakan ekuitas dari pada hutang jika perusahaan tampak *overvalued*.

Laporan keuangan merupakan sinyal bagi para pengguna laporan keuangan tentang segala informasi yang dimiliki oleh perusahaan. Keberadaan informasi ini diharapkan mampu mengurangi perbedaan informasi yang dapat diterima oleh masing-masing pihak. Dalam teori sinyal, laporan keuangan dianggap relevan apabila mampu memberikan sesuatu yang bermanfaat bagi para pengguna serta memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan suatu keputusan. Namun, laporan keuangan juga dapat menimbulkan *mis-conception* apabila terdapat salah saji yang material. Jadi, sinyal dapat berarti memiliki kandungan informasi maupun sinyal untuk memprediksi prospek perusahaan pada masa yang akan datang.

Brigham dan Houston (2006:40) mengemukakan bahwa teori sinyal merupakan tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk kepada para investor mengenai bagaimana cara pandang manajemen terhadap prospek perusahaan. Terdapat dua asumsi dalam teori sinyal, yaitu informasi simetris dan informasi asimetris. Informasi simetris berasumsi bahwa investor memiliki informasi yang sama tentang prospek sebuah perusahaan seperti para manajer. Informasi asimetris merupakan informasi yang dimiliki manajer lebih baik daripada investor pihak luar dan memiliki pengaruh yang penting dalam menentukan struktur modal optimal (Brigham dan Houston, 2006:38). Manajer menyampaikan sinyal pada investor melalui penyampaian informasi struktur modal perusahaan. Pengaturan struktur modal perusahaan dapat dilakukan melalui penerbitan saham baru atau memperoleh dana melalui hutang.

### **Nilai Perusahaan**

Menurut Sartono (2002) tujuan utama perusahaan bukan hanya untuk memaksimalkan keuntungan akan tetapi memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau *maximization stockholder's wealth* melalui maksimalisasi nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan suatu proksi yang menggambarkan kemakmuran pemegang saham. Seorang manajer perusahaan dituntut untuk bertindak sesuai dengan keinginan para pemegang saham yaitu meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham.

Maksimalisasi kekayaan pemegang saham atau nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan akan memudahkan pengukuran kinerja suatu perusahaan. Jika harga saham suatu perusahaan memiliki *trend* yang meningkat dalam jangka panjang, dapat dikatakan bahwa kinerja perusahaan dalam keadaan baik. Meningkatnya harga saham mencerminkan kepercayaan pasar akan baiknya prospek perusahaan pada masa mendatang. Nilai perusahaan dapat dilihat melalui nilai pasar atau nilai buku perusahaan dari ekuitasnya yang menggambarkan total modal perusahaan dalam neraca keuangan.

### **Kepemilikan Manajerial**

Pengambilan keputusan untuk memaksimalkan sumber daya yang dimiliki perusahaan harus diambil oleh seorang manajer dalam menjalankan bisnisnya. Jika manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri maka akan timbul ancaman bagi perusahaan. Pemegang saham dan manajer harus menyadari akan kepentingan tugas masing-masing demi tercapainya tujuan perusahaan. Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana seorang manajer memiliki saham perusahaan. Kepemilikan manajerial menunjukkan peran ganda seorang manajer. Adanya peran ganda tersebut, maka manajer akan mengoptimalkan keuntungan perusahaan dan tidak menginginkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan mengalami kebangkrutan yang berdampak hilangnya insentif dan *return* serta investasinya.

Kepemilikan saham manajerial akan mensejajarkan dan membantu penyatuan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham, sehingga manajer ikut merasakan

secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang kurang tepat. Hal ini menunjukkan akan hilangnya masalah keagenan dikarenakan seorang manajer juga sebagai seorang pemilik. Argumen tersebut mengindikasikan mengenai pentingnya kepemilikan manajerial dalam struktur kepemilikan perusahaan. Semakin banyak saham yang dimiliki oleh manajer akan semakin menurunkan masalah keagenan sehingga membuat deviden tidak perlu dibayarkan pada risiko yang tinggi.

Cristiawan dan Tarigan (2007) telah membuktikan secara empiris tentang perbedaan antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan tanpa kepemilikan manajerial dalam hal kebijakan hutang, kinerja dan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini adalah terdapat perbedaan dalam kebijakan hutang dan nilai perusahaan antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan tanpa kepemilikan manajerial. Rata-rata *debt ratio* perusahaan dengan kepemilikan manajerial lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial, sedangkan rata-rata nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial lebih tinggi dibandingkan tanpa kepemilikan manajerial.

## Pengembangan Hipotesis

### Pengaruh Struktur Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan.

Berdasarkan teori sinyal menggambarkan bahwa struktur modal dengan tingkat *leverage* yang tinggi digunakan sebagai sinyal untuk membedakan kondisi perusahaan yang baik dan yang buruk. Perusahaan lebih menyukai menggunakan hutang daripada ekuitas jika perusahaan tampak *undervalued*, dan menggunakan ekuitas dari pada hutang jika perusahaan tampak *overvalued* dalam meminimalkan biaya informasi dari pelepasan suatu saham. Pengambilan keputusan pendanaan berkenaan dengan struktur modal benar-benar harus diperhatikan oleh perusahaan, karena penentuan struktur modal akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur modal dan nilai perusahaan yang tinggi menyebabkan penggunaan hutang dalam struktur modal meningkat dan selanjutnya mempengaruhi nilai perusahaan. Dalam teori *trade-off*, struktur modal yang optimal dapat diperoleh dengan cara menyeimbangkan antara keuntungan penggunaan hutang (*benefit of debt*) dengan biaya kesulitan dan biaya keagenan. Namun teori ini tidak dapat menentukan secara tepat struktur modal yang optimal karena sulit untuk menentukan secara tepat *present value* biaya kesulitan dan *present value* biaya keagenan.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan Chotimah (2007) melakukan pengujian pengaruh perubahan struktur modal terhadap perubahan nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan data sekunder pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2001-2005, alat analisis yang digunakan adalah regresi linier. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metoda *purposive sampling*, yang mana diperoleh sampel sebanyak 22 perusahaan yang memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel penelitian. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien regresi perubahan struktur modal sebesar 1,157 dan t hitung 2,185 lebih besar t tabel 2,086, nilai signifikan sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,05. Oleh karena itu, variabel perubahan struktur modal berpengaruh positif signifikan dengan perubahan nilai perusahaan. Koefisien determinasi sebesar 0,193 yang berarti bahwa 19,3% variabel perubahan nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel perubahan struktur modal, sedangkan sisanya sebesar 80,7% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model. Sehubungan uraian di atas, maka hipotesis pertama yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

H<sub>1</sub> : Struktur pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan.**

Berdasarkan teori keagenan menjelaskan bahwa terdapat konflik antara pemegang saham (prinsipal) dengan manajer (agen) dimana Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan untuk memaksimalkan tujuannya sendiri-sendiri, konflik yang terjadi antara keduanya akan berubah apabila dalam struktur kepemilikan saham terdapat kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial atau dapat disebut juga kepemilikan institusional mempunyai arti penting untuk memonitor manajemen dalam mengelola perusahaan. Investor institusional dapat disubstitusikan untuk melaksanakan fungsi monitoring mendisiplinkan penggunaan *debt* (hutang) pada struktur modal. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien fungsi monitoring terhadap manajemen dalam pemanfaatan *asset* perusahaan serta pencegahan pemborosan oleh manajemen.

Bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan ditunjukkan dalam penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Meningkatkan kepemilikan institusional menjadikan fungsi pengawasan akan berjalan secara efektif dan menjadikan manajemen semakin berhati-hati dalam memperoleh dan mengelola pinjaman (utang), karena jumlah hutang yang semakin meningkat akan menimbulkan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Sehubungan uraian di atas, maka hipotesis kedua yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

H<sub>2</sub>: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Struktur Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Pemoderasi.**

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Samisi dan Ardina (2013) menunjukkan hasil bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak memoderasi hubungan antara struktur pendanaan dengan nilai perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009-2011. Hal ini memotivasi peneliti untuk menguji ulang dengan menggunakan dasar teori-teori dalam menjelaskan variabel yang diteliti dan hasil penelitian terdahulu yang menyebutkan pengaruh struktur pendanaan dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan hubungan yang positif, maka didapat hipotesis ketiga yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

H<sub>3</sub> : Kepemilikan manajerial memoderasi secara positif hubungan struktur pendanaan terhadap nilai perusahaan.

## **METODE PENELITIAN**

### **Populasi dan Sampel Penelitian**

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2013 dengan jumlah 10 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sampel bertujuan (*purposive sampling*). Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (1) Terdaftar sebagai perusahaan kimia sampai dengan periode 31 Desember 2013; (2) perusahaan mempublikasikan laporan keuangan yang berakhir tanggal 31 Desember secara berturut-turut selama 3 periode yaitu tahun 2011-2013.

### **Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel**

## Variabel Dependen

### Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber daya yang dimiliki yang tercermin dalam harga saham perusahaan. Menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007) nilai perusahaan dapat dilihat melalui rasio *Price Book Value* (PBV) perusahaan dengan perhitungan sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Market Value}}{\text{Book Value}} \times 100 \%$$

## Variabel Independen

### Struktur Pendanaan

Struktur pendanaan adalah perimbangan antara jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Menurut Sartono (2002:225) struktur pendanaan dapat diukur menggunakan *Debt Equity Ratio* (DER) dengan perhitungan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100 \%$$

## Variabel Moderating

Variabel Moderating adalah variabel yang memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Variabel moderating dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Seftianne, 2011). Kepemilikan manajerial dapat dihitung sebagai berikut:

$$KM = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki komisaris, direksi dan manajemen}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100 \%$$

## Teknik Analisis Data

Metode analisis data bertujuan untuk mengetahui apakah variabel independen dapat mempengaruhi variabel dependen secara signifikan dan apakah variabel moderating memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini yaitu pengujian regresi berganda. Penelitian ini menggunakan persamaan regresi *moderated regression analysis* (MRA), yaitu untuk menguji apakah variabel moderating dapat memperkuat antara variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Persamaan regresi untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 Z + \beta_3 X_1 * Z + e$$

Keterangan :

Y = Nilai perusahaan

a = Konstanta

$\beta_1 - \beta_3$  = Koefisien Regresi

$X_1$  = Struktur pendanaan

Z = Kepemilikan manajerial

\* $X_1$  = Interaksi antara struktur pendanaan dengan kepemilikan manajerial

e = Standar error / tingkat kesalahan penduga dalam penelitian

### Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas, bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Seperti diketahui bahwa uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Apabila asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil. Cara untuk mendeteksi apakah residual memiliki distribusi normal atau tidak, yaitu dengan melihat grafik histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal.

Uji Multikolinearitas, bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Multikolinearitas dapat dilihat dengan cara menganalisis nilai VIF (*Varinace Inflation Factor*). Suatu model regresi menunjukkan adanya Multikolinearitas jika nilai tolerance  $< 0,10$  dan VIF  $> 10$ . Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antara variabel independen (Ghozali, 2006:57).

Uji Heteroskedastisitas, bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang tidak terjadi Heteroskedastisitas (Ghozali, 2006:69).

Uji Autokorelasi, bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Jika ada korelasi maka terjadi autokorelasi (Ghozali, 2006:61).

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian yaitu struktur pendanaan, kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan.

Tabel 1  
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PBV	30	.22	2.70	.9533	.56882
DER	30	.08	1.90	.8113	.51746
KM	30	.0000	.4641	.083560	.1402867
DER*KM	30	.000000	.186796	.03049490	.051279048
Valid N (listwise)	30				

Sumber: Hasil output SPSS 16

Tabel 1 menunjukkan bahwa jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini adalah 30 data. Variabel nilai perusahaan yang diprosikan dengan *Price Book Value* memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 0,9533. Tingkat rata-rata penyimpangan sebesar 0,56882. Nilai perusahaan terendah (minimum) pada perusahaan kimia sebesar 0,22. Nilai perusahaan tertinggi (maksimum) selama periode pengamatan yaitu sebesar 2,70.

Variabel struktur pendanaan yang diprosikan dengan *Debt Equity Ratio* memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 0,8113. Tingkat rata-rata penyimpangan sebesar 0,51746. Penggunaan hutang terendah dalam struktur modalnya selama periode pengamatan yaitu sebesar 0,08. Nilai hutang tertinggi yaitu sebesar 1,90.

Variabel kepemilikan manajerial memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 0,083560. Tingkat rata-rata penyimpangan sebesar 0,1402867. Kepemilikan manajerial terendah selama

periode pengamatan yaitu sebesar 0. kepemilikan manajerial tertinggi (maksimum) selama periode pengamatan yaitu sebesar 0,4641.

### Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas. Berdasarkan hasil uji normalitas dengan menggunakan analisis grafik yaitu dengan menggunakan grafik histogram dan grafik *probabilty plot* menunjukkan bahwa grafik memberikan pola distribusi normal yang mendekati normal dengan titik-titik menyebar disekitar garis diagonal dan penyebarannya masih disekitar garis normal sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai residual yang dihasilkan dari regresi terdistribusi secara normal. Sementara itu, untuk uji normalitas dengan menggunakan *One-Sampel Kolmogorov- Smirnov Test*, dapat dilihat bahwa nilai *Kolmogorov-Smirnov* sebesar 0,934 dan nilai dari *Asymp. Sig (2-tailed)* sebesar 0,348 dimana nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* lebih besar dari tingkat signifikansi 5 persen sehingga penelitian ini berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas. Nilai *tolerance* semua variabel bebas lebih besar dari 0,10, demikian pula nilai VIF semuanya kurang dari 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengindikasikan adanya multikolinieritas.

Uji Heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat pola grafik scatterplot. Hasil dari grafik scatterplot menunjukkan bahwa titik-titik tidak membentuk pola yang jelas. Titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah heteroskedastisitas dalam model regresi.

Uji Autokorelasi. Berdasarkan hasil uji autokorelasi diperoleh nilai Durbin-Watson hitung sebesar 2,087 dengan menggunakan data sejumlah 30 dan variabel independen sebanyak 3, sehingga berdasarkan tabel durbin watson diketahui nilai  $dl=1,2138$  dan  $du=1,6498$  (pada tabel DW), serta nilai  $(4-du)=2,3502$ . Nilai 2,038 tersebut terletak diantara nilai  $du$  dan  $(4-du)$  sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi tidak terdapat masalah autokorelasi.

### Analisis Regresi Linier

Berdasarkan hasil output SPSS diperoleh rekapitulasi analisis regresi linier berganda sebagai berikut:

**Tabel 2**  
**Hasil Uji Regresi Linier Berganda**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	1.402	.242		5.799	.000
	DER	-.465	.230	-.423	-2.021	.054
	KM	-2.757	.950	-.680	-2.901	.007
	DER*KM	5.222	2.202	.471	2.371	.025

a. Dependent Variable: PBV

Sumber: Hasil output SPSS 16

Berdasarkan tabel 2, maka diperoleh persamaan regresi linier berganda pada penelitian ini sebagai berikut:

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 Z + \beta_3 X_1 * Z + e$$

$$PBV = 1,402 - 0,465DER - 2,757KM + 5,222 + e$$

### Hasil Uji Hipotesis

**Uji goodness of fit**

Uji *goodness of fit* digunakan untuk mengetahui kelayakan model, apakah permodelan yang dibangun memenuhi kriteria fit atau tidak. Model regresi dikatakan fit apabila tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05. Hasil uji *goodness of fit* disajikan pada tabel 3 sebagai berikut:

**Tabel 3**  
Uji *goodness of fit*  
ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	2.508	3	.836	3.161	.041 <sup>a</sup>
Residual	6.875	26	.264		
Total	9.383	29			

a. Dependent Variable: PBV

b. Predictors: (Constant), DER, KM, DER\*KM

Sumber: Hasil output SPSS 16

Berdasarkan tabel 3 menunjukkan bahwa nilai F hitung sebesar 3,161 dengan nilai signifikansi sebesar 0,041 lebih kecil dari *a* (0,05). Sehingga dapat disimpulkan bahwa pemodelan yang dibangun, yaitu pengaruh struktur pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderating memenuhi kriteria fit (sesuai).

**Uji t**

Uji t digunakan untuk mengetahui variabel bebas mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat (Ghozali, 2006). Uji ini mengidentifikasi apakah struktur pendanaan, kepemilikan manajerial dan interaksi antara struktur pendanaan dengan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil uji t yang disajikan pada tabel 4 sebagai berikut:

**Tabel 4**  
Uji t  
Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1.402	.242		5.799	.000
DER	-.465	.230	-.423	-2.021	.054
KM	-2.757	.950	-.680	-2.901	.007
DER*KM	5.222	2.202	.471	2.371	.025

a. Dependent Variable: PBV

Sumber: Hasil output SPSS 16

Berdasarkan hasil uji t yang terlihat dalam tabel 4 menunjukkan bahwa pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen adalah sebagai berikut:

**1) Pengaruh Struktur Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil pengujian didapatkan bahwa struktur pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan nilai t hitung sebesar -2,021 dan tingkat signifikansi sebesar 0,054 (sama dengan 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa struktur pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan arah negatif. Dengan demikian hipotesis pertama (*H<sub>1</sub>*) yang menyatakan bahwa struktur pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan tidak dapat diterima.

Arah negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi struktur pendanaan yang dicerminkan oleh banyaknya hutang perusahaan maka semakin rendah nilai perusahaan, begitu pula sebaliknya semakin rendah struktur pendanaan maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Hal ini berarti perusahaan kimia menggunakan hutangnya lebih besar dari modal sendiri. Suatu perusahaan yang mempunyai hutang dengan jumlah besar akan memberikan beban berat kepada perusahaan yang bersangkutan dan perusahaan ini dapat dikategorikan sebagai perusahaan dengan struktur modal yang tidak baik. Struktur modal yang optimal dapat diperoleh dengan cara menyeimbangkan antara keuntungan penggunaan hutang (*benefit of debt*) dengan biaya kesulitan dan biaya keagenan.

Berdasarkan *Trade off theory* diketahui bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan biaya *financial distress* dan konflik keagenan. Keuntungan penggunaan hutang yaitu adanya manfaat perlindungan pajak dalam perhitungan pajak, dimana bunga hutang dikurangkan terlebih dahulu sehingga penggunaan hutang mengakibatkan keringanan pajak untuk arus kas perusahaan. Disisi lain, perusahaan dengan penggunaan hutang dalam pendanaan memiliki kemungkinan mengalami tekanan finansial (*financial distress*) yang tinggi dimasa yang akan datang, karena semakin besar beban tetap (biaya bunga) yang harus dikeluarkan perusahaan maka semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang mengarah ke kebangkrutan dan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*) sebagai akibat dari konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditor. Pemegang saham dan kreditor tidak selalu sejalan dengan tindakan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan, sebab mereka memiliki klaim yang berbeda terhadap arus kas perusahaan.

Sementara itu, struktur modal dengan tingkat *leverage* yang tinggi digunakan sebagai sinyal untuk membedakan kondisi perusahaan yang baik dan yang buruk. Hanya perusahaan yang sehat dan kuat yang dapat berhutang dengan menanggung risikonya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang memberikan bukti bahwa struktur modal (*leverage*) mempunyai pengaruh dengan arah negatif terhadap nilai perusahaan.

## 2) Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian didapatkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dengan nilai  $t$  hitung sebesar -2,901 dan tingkat signifikansi sebesar 0,007 (lebih kecil dari 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan arah negatif. Sehingga hipotesis kedua ( $H_2$ ) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan tidak dapat diterima.

Hasil penelitian ini didukung dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa peningkatan kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial dinilai sebagai salah satu cara untuk meminimalkan biaya keagenan hutang atau *agency cost of debt*. Menurut Wahidahwati (2001) konflik keagenan dapat dikurangi dengan Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*insider ownership*). Dengan kepemilikan manajerial, manajemen akan merasakan langsung dampak dari setiap keputusannya termasuk dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan.

Hubungan negatif dalam penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sulistiono (2010) yang membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial tinggi akan menurunkan nilai perusahaan, hal ini disesuaikan dengan data sekunder yang mana

terdapat kepemilikan manajerial konstan setiap tahun dan terkadang mengalami penurunan dan juga peningkatan. Semakin besar kepemilikan manajerial maka nilai perusahaan semakin rendah. Kepemilikan manajerial yang besar (semakin besar) melebihi jumlah saham yang dimiliki para pemegang saham seperti investor institusi akan mengakibatkan investor institusi tidak dapat menjalankan fungsi monitoring terhadap manajemen secara efektif, sehingga manajemen akan bertindak semaunya sendiri dan melakukan keteledoran serta tidak menjalankan fungsi dan tugasnya dengan baik. Dengan kata lain seorang manajer yang memiliki kepemilikan manajerial kecil dapat juga mengabaikan peran dan kedudukannya sebagai pemegang saham, sehingga kebijakan yang diambil manajer tersebut akan lebih berisiko tinggi dan pada akhirnya dapat menurunkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Sudarma (2004), Sulistiono (2010) dan Antari dan Dana (2013) dan menolak penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menunjukkan hasil bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

### 3) Pengaruh Struktur Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Pemoderasi

Berdasarkan hasil pengujian didapatkan bahwa interaksi antara struktur pendanaan dengan kepemilikan manajerial mampu memoderasi dan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai  $t$  hitung sebesar 2,371 dan tingkat signifikansi sebesar 0,025 (lebih kecil dari 0,05). Sehingga hipotesis ketiga ( $H_3$ ) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memoderasi secara positif hubungan struktur pendanaan terhadap nilai perusahaan diterima. Hasil penelitian ini menolak penelitian yang dilakukan oleh Samisi dan Ardina (2013) yang menunjukkan hasil bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak memoderasi hubungan antara struktur pendanaan dengan nilai perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009-2011.

#### Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Uji koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil koefisien determinasi dapat disajikan pada tabel 5 sebagai berikut:

Tabel 5  
Hasil uji koefisien determinasi  
Model Summary<sup>b</sup>

Model	RKo	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.517 <sup>a</sup>	.267	.183	.51423

a. Predictors: (Constant), DER, KM, DER\*KM

b. Dependent Variable: PBV

Sumber: Lampiran 4 diolah

Berdasarkan tabel 5 dapat diketahui bahwa nilai koefisien determinasi yang terletak pada kolom *Adjusted R Square* sebesar 0,267. Artinya sebesar 26,7% variabel independen yang terdiri dari *Debt Equity Ratio*, kepemilikan manajerial, dan interaksi antara *Debt Equity Ratio* dengan kepemilikan manajerial dapat menjelaskan variabel dependen, yaitu nilai perusahaan (*price book value*), sedangkan sisanya yaitu 73,3% dijelaskan oleh variabel lain diluar variabel dalam penelitian.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Simpulan hasil penelitian ini dapat dikemukakan sebagai berikut: Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial sebagai pemoderasi pada perusahaan Kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2011-2013. Sampel penelitian dipilih dengan menggunakan teknik *purposive sampling* sehingga didapatkan 10 perusahaan kimia (*30 firm year*) yang memenuhi kriteria. Persamaan regresi dalam penelitian ini adalah *Moderated Regression Analysis* (MRA) yang digunakan untuk menguji apakah variabel moderating dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Teknik analisis yang digunakan yaitu regresi berganda dengan menggunakan program SPSS versi 16. Berdasarkan hasil analisis regresi berganda dengan tingkat signifikansi 5%, maka penelitian ini menunjukkan bahwa: (1) Struktur pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (2) Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (3) Kepemilikan manajerial mampu memoderasi hubungan struktur pendanaan terhadap nilai perusahaan.

### Saran

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran tentang pengaruh struktur pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial sebagai pemoderasi. Berikut adalah saran yang dapat dipertimbangkan bagi peneliti yang akan datang yaitu: (1) Penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan kimia dengan periode 3 tahun. Untuk peneliti selanjutnya akan lebih baik jika memperluas obyek penelitian seperti seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI serta memperpanjang periode pengamatan. Jumlah sampel yang lebih besar akan dapat mengeneralisasi semua jenis industri dan periode yang lebih lama akan memberikan hasil yang lebih valid atau hasil yang mendekati kondisi sebenarnya; (2) Pemilik/pemegang saham perusahaan dengan kepemilikan manajerial harus lebih memperhatikan dan meningkatkan besarnya prosentase kepemilikan saham oleh manajernya agar manajer merasa memiliki perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan; (3) Manajemen perusahaan harus lebih memperhatikan struktur modal perusahaan. Salah satu aspek penting yang akan dinilai oleh pasar adalah kondisi struktur modal perusahaan. Dalam mengambil keputusan keuangan, manajer perlu mempertimbangkan bagaimana besarnya hutang untuk membiayai perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Antari, D. A. P. P. & I. M. Dana . 2013. Pengaruh Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaana, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 2 (3). Universitas Udayana. Bali.
- Brigham, E F. dan J. F. Houston. 2004. *Fundamentals of Financial Management*. Edisi Kesepuluh. Buku 1. South-Western. Singapore. Terjemahan A.A. Yulianto. 2009. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Buku 1. Salemba Empat. Jakarta.
- \_\_\_\_\_. 2004. *Fundamentals of Financial Management*. Edisi Kesepuluh. Buku 1. South-Western. Singapore. Terjemahan A.A. Yulianto. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Buku 2. Salemba Empat. Jakarta.
- \_\_\_\_\_. 2007. *Manajemen Keuangan*. Erlangga. Jakarta.
- \_\_\_\_\_. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jilid 1. Salemba Empat. Jakarta.

- Chotimah, S. 2007. Analisis Pengaruh Perubahan Struktur Modal terhadap Perubahan Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Universitas Muhammadiyah. Surakarta.
- Christiawan, Y. J dan J. Tarigan. 2007. "Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan." *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 9 (1): 1-8.
- Ghozali, I. 2006. *Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang
- Hanafi, M. M. 2008. *Manajemen Keuangan*. Edisi 1. BPF. Yogyakarta.
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3: 305-360.
- Keown, A J. dkk, 2010. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh jilid 2. Indeks. Jakarta.
- Kusnaeni, D. 2012. Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan pada Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Pasca Sarjana. Universitas Terbuka. Jakarta.
- Martono dan D. A. Harjito. 2005. *Manajemen Keuangan*. Penerbit Ekonisia. Yogyakarta.
- Myers, S C. 2001. Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives* 15: 81-102.
- Rachmawati, A dan H. Triatmoko. 2007. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi X Makasar*. 1-26.
- Samisi, K dan P. A. Ardina. 2013. Pengaruh Struktur Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi*. 5(2): 451-469
- Sartono, A. 2002. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Badan Penerbit Fakultas Ekonomi. Yogyakarta.
- Seftianne, R. H. 2011. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Public Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 13(1): 39-56
- Sudarma, M. 2004. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *Disertasi*. Program Pasca Sarjana. Universitas Brawijaya. Malang.
- Sujoko dan U. Soebiantoro 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. 9(1).
- Sulistiono. 2010. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2006-2008. *Skripsi*. Universitas Negeri Semarang.
- Wahidahwati. 2001. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah *Perspective Theory Agency*. *Simposium Nasional Akuntansi IV*: 1084-1107.

