

PENGARUH *GROWTH OPPORTUNITY*, KEBIJAKAN HUTANG DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Fika Qoriana Putri
fikaqoriana@gmail.com
Fidiana

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

Go public companies will pay more attention to the factors which can increase firm value. Firm value is the main key to attract investor to invest their capital. Therefore, this research is meant to test the influence of growth opportunity, debt policy, and ownership structure to the firm value. The population of this research is all companies which are listed in Indonesia Stock Exchange (IDX). The samples are manufacturing companies which are listed in Indonesia Stock Exchange in 2010-2014 periods. The samples have been taken by using purposive sampling based on certain criteria. The data analysis technique has been carried out by using descriptive analysis and multiple regressions analysis. The result of this research shows that growth opportunity does not have any influence to the firm value. Because growth opportunity does not attach directly in financial statement so that not all investors are able to read directly these growth opportunity in financial statement which has been reported by the company. Debt policy does not have any significant influence to the firm value. The managerial ownership structure does not have any influence to the firm value. Because not all companies have managerial stock but these companies still produce well and capable to optimize their firm value. The institutional ownership structure has significant influence to the firm value.

Keyword: Growth opportunity, debt policy, ownership structure, firm value

ABSTRAK

Perusahaan yang telah *go public* akan memperhatikan faktor-faktor yang bisa meningkatkan nilai perusahaan. Karena nilai perusahaan tersebut merupakan kunci utama dalam menarik investor untuk menanamkan modalnya. Oleh karena itu penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *growth opportunity*, kebijakan hutang dan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel yang diambil adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2010-2014. Sampel yang diambil merupakan sampel perusahaan *purposive sampling* yang berbasis teknik didasarkan pada kriteria tertentu. Alat analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis deskriptif dan analisis regresi berganda. Hasil dari penelitian ini adalah variabel *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan peluang pertumbuhan perusahaan (*growth opportunity*) tidak tertera secara langsung dalam laporan keuangan sehingga tidak semua investor bisa membaca langsung adanya *growth opportunity* tersebut melalui laporan keuangan yang dilaporkan perusahaan. Variabel kebijakan hutang berpengaruh secara tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel struktur kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Karena tidak semua perusahaan memiliki saham manajerial namun perusahaan tersebut tetap berproduksi dengan baik dan mampu mengoptimalkan nilai perusahaan. Variabel struktur kepemilikan institusional secara positif berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: *Growth opportunity*, kebijakan hutang, struktur kepemilikan, nilai perusahaan.

PENDAHULUAN

“Tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan” (Salvatore, 2005). Kusumajaya (2011:19) menyatakan bahwa “nilai perusahaan sangat penting karena

mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan". Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran para pemegang saham. Para pemegang saham merupakan pemilik perusahaan yang menginginkan nilai perusahaan semakin meningkat sehingga dapat menunjukkan kemakmuran dari pemegang saham juga meningkat.

Beberapa faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yaitu *growth opportunity*, kebijakan hutang dan struktur kepemilikan. *Growth Opportunity* adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan (Mai, 2006). Sriwardany (2006:46) menyebutkan "pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap perubahan harga saham". Pada dasarnya *growth opportunity* merupakan cerminan dari produktivitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor dan kreditor). Penting bagi para investor untuk mengetahui informasi pertumbuhan suatu perusahaan. Perusahaan yang mempunyai prediksi akan mengalami pertumbuhan semakin meningkat dimasa mendatang akan lebih memilih menggunakan saham dalam mendanai operasional perusahaan. Sebaliknya jika perusahaan mempunyai prediksi peluang pertumbuhan rendah maka perusahaan akan lebih banyak menggunakan utang jangka panjang. Semakin meningkat pertumbuhan perusahaan maka akan menggunakan dana eksternal berupa hutang semakin sedikit. Dalam artian perusahaan tersebut telah mencapai profitabilitas yang tinggi. Sehingga dalam menutupi dana operasional masih bisa menggunakan laba yang didapat perusahaan. Dengan adanya fenomena tersebut maka investor akan bersyarat positif terhadap prospek perusahaan di masa mendatang. Semakin baik pertumbuhan perusahaan maka memberi respon positif bagi investor untuk melakukan investasi. Sehingga harga saham perusahaan tersebut meningkat. Harga saham inilah yang akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan.

Selain itu, menurut Hermuningsih (2013:129) kebijakan hutang dan struktur kepemilikan modal juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan dengan adanya pajak, biaya keagenan, dan biaya kesulitan keuangan sebagai pertimbangan dari manfaat penggunaan hutang. Weston dan Copeland (dalam Sukirni, 2012:4) menjelaskan kebijakan hutang adalah kebijakan yang menentukan seberapa besar kebutuhan dana perusahaan dibiayai oleh hutang. Menurut *trade-off theory*, struktur modal yang optimal merupakan keseimbangan antara penghematan pajak atas penggunaan hutang dengan biaya kesulitan akibat penggunaan hutang, sebab biaya dan manfaat akan saling meniadakan satu sama lain. Berdasarkan teori struktur modal, apabila posisi struktur modal berada diatas target struktur modal optimalnya maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Struktur modal adalah proporsi pendanaan dengan hutang (*debt financing*) perusahaan, yaitu rasio *leverage* (pengungkit) perusahaan. Dengan demikian, hutang adalah unsur dari struktur modal perusahaan. Struktur modal merupakan kunci perbaikan produktivitas dan kinerja perusahaan. Struktur modal yang optimal suatu perusahaan adalah kombinasi dari utang dan ekuitas (sumber eksternal) yang memaksimalkan harga saham perusahaan. Menurut *trade off theory* manajer dapat memilih rasio utang untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Jensen (dalam Hermuningsih, 2013:130) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya dengan nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi jenis semua sumber keuangan seperti hutang, waran maupun saham preferen. Pada tingkat hutang yang optimal diharapkan nilai perusahaan akan mencapai nilai optimal, dan sebaliknya apabila terjadi tingkat perubahan hutang sampai melewati tingkat optimal atau

biaya kebangkrutan dan biaya kesulitan keuangan *financial distress cost* lebih besar daripada efek *interest tax-shield*, hutang akan mempunyai efek negatif terhadap nilai perusahaan.

Struktur kepemilikan dapat dibedakan menjadi dua yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Born (dalam Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011:70) menyatakan bahwa "kepemilikan adalah persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh direksi, manajer dan dewan komisaris". Dengan kata lain semakin besar saham yang dimiliki oleh manajemen maka semakin besar pula kontrol yang dilakukan. Sehingga dapat mengurangi hal-hal yang tidak perlu seperti hutang yang terlalu banyak dan sumber daya yang tidak menguntungkan dari eksternal. Beberapa peneliti percaya bahwa struktur kepemilikan mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan.

Keterkaitan antara *growth opportunity*, kebijakan hutang dan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan adalah *growth opportunity* yang merupakan suatu peluang positif dalam meningkatkan pertumbuhan perusahaan diukur dengan tingkat *leverage* yang memberi pengaruh investor dalam menanam saham. Saham yang merupakan penunjang struktur kepemilikan perusahaan dibagi menjadi dua yaitu kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham eksternal. Saham inilah yang akan menentukan tingkat nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian yang telah dikemukakan di atas, maka dapat ditarik beberapa rumusan masalah, antara lain apakah *growth opportunity* berpengaruh terhadap nilai perusahaan, apakah kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan apakah struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tujuan Penelitian ini adalah untuk mengetahui bahwa *growth opportunity*, kebijakan hutang dan struktur kepemilikan memiliki pengaruh atau tidak terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama tahun 2010-2014.

TINJAUAN TEORETIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Signaling Theory

Sinyal adalah suatu tindakan jika dikaitkan dengan peningkatan nilai perusahaan pada saat terjadi asimetri informasi, manajer perusahaan dapat memberikan sinyal atau petunjuk mengenai kondisi perusahaan kepada investor guna memaksimalkan nilai saham perusahaan. Perusahaan dengan prediksi yang menguntungkan di masa depan biasanya cenderung menghindari penjualan saham, kemudian mengusahakan modal dengan cara lain termasuk penambahan hutang diluar batas struktur modal yang normal, sebaliknya perusahaan dengan prediksi nilai saham yang kurang menguntungkan akan cenderung menjual sahamnya. Teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Brigham dan Houston (dalam Arif, 2015:15) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan utang.

Teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar karena perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang daripada pihak luar. Kurangnya informasi bagi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri mereka dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi asimetri informasi. Salah satunya cara mengurangi informasi asimetri adalah dengan

memberikan sinyal pada pihak luar, salah satunya berupa informasi keuangan yang dapat dipercaya dan akan mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan yang akan datang.

Trade-off Theory

Trade-off theory merupakan teori struktur modal yang didasarkan pada *cost* dan *benefit* antara biaya modal dan keuntungan penggunaan hutang yaitu antara biaya kebangkrutan dan keuntungan pajak. *Trade-off theory* menjelaskan jika posisi struktur modal dibawah titik optimal, maka dengan bertambahnya hutang akan semakin meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika posisi struktur modal di atas titik optimal maka penambahan hutang akan semakin menurunkan nilai perusahaan. Tambahan hutang yang dilakukan perusahaan masih dapat dilakukan selama masih memberikan manfaat yang besar dan masih memiliki aset sebagai jaminan hutang perusahaan. Tetapi, apabila biaya hutang sudah terlalu tinggi, hendaknya perusahaan sudah tidak menambah hutang lagi demi menghindari *financial stressed* atau hal lain yang tidak diinginkan dikemudian hari.

Trade-off theory juga memprediksi hubungan positif antara struktur modal dengan tingkat profitabilitas atau kinerja keuangan perusahaan. Pengurangan bunga hutang pada perhitungan penghasilan kena pajak akan memperkecil proporsi beban pajak, sehingga proporsi laba bersih (*net income*) setelah pajak menjadi semakin besar, atau tingkat profitabilitas semakin tinggi.

Nilai Perusahaan

Perusahaan adalah suatu organisasi yang mengkombinasikan dan mengorganisasikan berbagai sumber daya dengan tujuan untuk memproduksi barang dan atau jasa untuk dijual (Salvatore, 2005). Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan tersebut.

Sartono (dalam Pujiati dan Widanar, 2009:7) mengemukakan tujuan pokok yang ingin dicapai oleh perusahaan adalah memaksimalkan profit, pandangan ini semakin lama telah bergeser akibat kelemahan-kelemahan yang ditemui dalam tujuan ini. Kelemahan-kelemahan tersebut antara lain: Pertama, standar ekonomi mikro dengan memaksimalkan profit adalah bersifat statis karena tidak memperhatikan dimensi waktu, sehingga tidak ada perbedaan antara profit dalam jangka pendek maupun panjang. Kedua, pengertian profit itu sendiri, apakah memaksimalkan jumlah profit secara nominal ataukah tingkat profit. Ketiga, adalah menyangkut risiko yang berkaitan dengan setiap alternatif keputusan, memaksimalkan profit tanpa mempertimbangkan risiko yang akan terjadi adalah suatu kesalahan fatal. Keempat, memaksimalkan profit bisa saja dilakukan dengan menanamkan dana hasil penjualan saham melalui deposito, namun pemegang saham akan meminta tingkat keuntungan yang lebih besar dari tingkat deposito atas risiko yang lebih besar, sehingga harga pasar menurun akibatnya nilai perusahaan akan menurun pula.

Berdasarkan kelemahan tersebut maka nilai perusahaan akan bergeser menjadi bentuk memaksimalkan nilai perusahaan, Mulyadi (dalam Sari, 2015:4) meyakini bahwa maksimalisasi kekayaan pemegang saham (*stockholder wealth maximization*) atau biasa disebut dengan memaksimalkan harga saham biasa perusahaan juga akan semakin meningkat.

Nilai dari perusahaan bergantung tidak hanya pada kemampuan menghasilkan arus kas, tetapi juga bergantung pada karakteristik operasional dan keuangan dari perusahaan yang diambil alih. Menurut Keown (dalam Fandini, 2013:61) terdapat beberapa variabel kuantitatif yang sering digunakan untuk memperkirakan nilai perusahaan antara lain nilai buku, nilai appraisal, nilai pasar saham, nilai *chop-shop* dan nilai arus kas.

Indikator-indikator yang mempengaruhi nilai perusahaan diantaranya adalah PER (*Price Earning Ratio*) yaitu rasio yang mengukur seberapa besar perbandingan antara harga

saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh para pemegang saham. Faktor-faktor yang mempengaruhi PER adalah tingkat pertumbuhan laba, *dividend Payout Ratio* dan tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal. Kemudian PBV (*Price Book Value*) dimana rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh.

Terdapat beberapa pendekatan analisis rasio dalam penilaian *market value*, terdiri dari pendekatan *price earning ratio* (PER), *price book value* (PBV), *market book ratio* (MBR), *dividen yield ratio*, dan *dividen payout ratio* (DPR). Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan PBV. Rasio harga saham terhadap nilai buku perusahaan atau *price book value* (PBV), menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan menciptakan nilai relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. PBV yang tinggi mencerminkan harga saham yang tinggi dibandingkan nilai buku perlembar saham. Semakin tinggi harga saham, semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Jika diartikan secara sederhana *price to book value* (PBV) merupakan rasio pasar (*market ratio*) yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya.

Growth Opportunity

Growth opportunity adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan (Mai, 2006). Besaran ini mengukur sejauh mana laba per lembar saham suatu perusahaan dapat ditingkatkan oleh *leverage*. Perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang cepat seringkali harus meningkatkan aktiva tetapnya. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi lebih banyak membutuhkan dana di masa depan dan juga lebih banyak menahan laba. Laba ditahan dari perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan meningkat dan perusahaan-perusahaan tersebut akan lebih banyak melakukan utang untuk mempertahankan rasio utang yang ditargetkan (Mai, 2006). Perusahaan-perusahaan yang memprediksi akan mengalami pertumbuhan tinggi di masa mendatang cenderung lebih memilih menggunakan saham untuk mendanai operasional perusahaan. Sebaliknya, apabila perusahaan memperkirakan akan mengalami pertumbuhan yang rendah, mereka akan berupaya membagi risiko pertumbuhan rendah dengan para kreditur melalui penerbitan utang yang umumnya dalam bentuk utang jangka panjang (Mai, 2006).

Namun *growth opportunity* yang pesat akan menimbulkan kesenjangan informasi yang tinggi antara manager dan investor tentang kualitas proyek investasi perusahaan. Perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi cenderung membelanjai pengeluaran investasi dengan modal sendiri untuk menghindari masalah *underinvestment* yaitu tidak dilaksanakannya semua proyek investasi yang bernilai positif oleh manajer perusahaan (Chen, 2004).

Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houston (dalam Sari, 2015:7) struktur modal (*capital structure*) merupakan kombinasi hutang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Jika perusahaan melakukan kesalahan dalam penentuan struktur modal maka dampaknya akan buruk bagi perusahaan, contohnya dalam penetapan hutang perusahaan, apabila perusahaan mempunyai hutang yang besar, maka beban bunga yang harus ditanggung perusahaan besar juga sehingga menimbulkan resiko financial. Dalam menargetkan struktur modal pertama-tama perusahaan harus menganalisis beberapa faktor, Kemudian menetapkan struktur modal yang ditargetkan (*target capital structure*). Target bisa berubah sewaktu-waktu sesuai kondisi, tetapi manajemen harus mempunyai gambaran target struktur modal yang spesifik setiap saat. Jika rasio hutang yang sesungguhnya berada dibawah tingkat yang ditargetkan, ekspansi modal mungkin perlu

dilakukan dengan menggunakan pinjaman, sementara jika rasio utang sudah melebihi target, saham mungkin perlu digunakan.

Berdasarkan teori struktur modal, apabila posisi struktur modal berada di atas target struktur modal optimalnya, maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Penentuan target struktur modal optimal adalah salah satu dari tugas utama manajemen perusahaan. Struktur modal adalah proporsi pendanaan dengan hutang (*debt financing*) perusahaan, yaitu rasio *leverage* (pengungkit) perusahaan. Dengan demikian, hutang adalah unsur dari struktur modal perusahaan. Struktur modal merupakan kunci perbaikan produktivitas dan kinerja perusahaan.

Teori struktur modal menjelaskan bahwa kebijakan pendanaan (*financial policy*) perusahaan dalam menentukan struktur modal (bauran antara hutang dan ekuitas) bertujuan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*). Penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan memiliki keuntungan dan kerugian. Keuntungan penggunaan hutang diperoleh dari pajak (bunga hutang adalah pengurangan pajak) dan disiplin manajer (kewajiban membayar hutang menyebabkan disiplin manajemen), sedangkan kerugian penggunaan hutang berhubungan dengan timbulnya biaya keagenan dan biaya kepailitan.

Struktur modal adalah pertimbangan antara jumlah hutang jangka panjang dengan ekuitas atau modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Termasuk di dalam struktur modal yaitu keputusan untuk memilih sumber pembiayaan untuk memenuhi kebutuhan belanja perusahaan. Menurut Brigham dan Weston (dalam Pangulu, 2014:6), struktur modal yang optimal pada suatu perusahaan adalah gabungan dari hutang dan ekuitas yang memaksimalkan harga saham perusahaan. Struktur modal erat kaitannya dengan harga saham, hal ini dikarenakan salah satu unsur yang membentuk harga saham adalah persepsi investor atas kinerja perusahaan, dan struktur modal adalah salah satu unsur yang menentukan baik buruknya kinerja perusahaan, karena struktur modal akan menentukan sumber pembiayaan dan pembelanjaan yang dilakukan oleh perusahaan atas kegiatan operasionalnya.

Tingkat pertumbuhan perusahaan, semakin cepat pertumbuhan perusahaan, maka semakin besar kebutuhan dana untuk pembiayaan ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang, maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Profitabilitas, kemampuan menghasilkan laba periode sebelumnya merupakan faktor penting dalam menentukan struktur modal. Variabilitas laba dan perlindungan pajak, perusahaan dengan variabilitas laba yang kecil akan memiliki kemampuan yang lebih besar untuk menanggung beban tetap yang berasal dari hutang. Skala perusahaan, perusahaan besar yang sudah mapan akan lebih mudah memperoleh modal di pasar modal dibanding dengan perusahaan kecil. Serta kondisi intern perusahaan dan ekonomi makro, perusahaan perlu melihat saat yang tepat untuk menjual saham dan obligasi.

Kebijakan Hutang

Dalam penelitian ini kebijakan hutang diukur dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio*. *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan perbandingan antara total hutang dengan total modal sendiri (ekuitas). Total hutang merupakan total liabilities (kewajiban), baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang. Menurut Brigham dan Houston (dalam Sulistiyana dan Diana, 2015:4) semakin tinggi *Debt to Equity Ratio* maka akan menunjukkan semakin besarnya modal pinjaman yang digunakan untuk pembiayaan aktiva perusahaan. Solvabilitas (*leverage*) digambarkan untuk melihat sejauh mana aset perusahaan dibiayai oleh hutang dibandingkan dengan modal sendiri ungkap Weston dan Copeland (dalam Sukirni, 2012:4).

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan hutang ini berkaitan dengan struktur modal karena hutang

merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Kebijakan mengenai struktur modal melibatkan *trade-off* antara resiko dan tingkat pengembalian-penambahan hutang memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Resiko yang semakin tinggi akibat membesarnya hutang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Struktur pendanaan yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara resiko dan pengembalian sehingga memaksimumkan harga saham.

Struktur Kepemilikan

Menurut Sugiarto (2009: 59) dalam penelitian Fandini (2013), struktur kepemilikan adalah struktur kepemilikan saham, yaitu perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (*insider*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor. Sedangkan menurut I Made Sudana (2011:11) dalam penelitian Fandini (2013), menyatakan struktur kepemilikan adalah struktur kepemilikan merupakan pemisahan antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Pemilik atau pemegang saham adalah pihak yang menyertakan modal kedalam perusahaan, sedangkan manajer adalah pihak yang ditunjuk pemilik dan diberi kewenangan mengambil keputusan dalam mengelola perusahaan, dengan harapan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik".

Istilah struktur kepemilikan juga dipakai untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan ekuitas, tetapi persentase kepemilikan antara manajer dan institusional. Berdasarkan proporsi saham yang dimiliki, struktur kepemilikan dikelompokkan menjadi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional

Kepemilikan manajerial (*Managerial Ownership*) merupakan proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Sedangkan kepemilikan institusional (*Institutional Ownership*) adalah proporsi pemegang saham yang dimiliki oleh pemilik institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan lain. Kecuali anak perusahaan dan institusi lain yang memiliki hubungan istimewa (perusahaan afiliasi dan perusahaan asosiasi) atas laporan yang dibuat menurut data di Jakarta Stock Exchange serta kepemilikan saham oleh pihak *blockholders* yaitu saham yang dimiliki perseorangan diatas 5% selama tiga tahun berturut-turut tetapi tidak termasuk dalam golongan kepemilikan insider. Para pihak tersebut dapat berpengaruh pada nilai perusahaan terkait dengan peran mereka sebagai *monitoring management* atau bentuk kontrol kepada pihak manajemen.

Perumusan Hipotesis

Pengaruh *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan.

Growth opportunity merupakan kesempatan perusahaan untuk berinvestasi pada kesempatan investasi yang menguntungkan. Adanya peluang investasi yang menguntungkan dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan yang akan diikuti oleh pertumbuhan laba operasional dimasa yang akan datang, dengan pertumbuhan laba operasi yang tinggi investor akan mendapat total pengembalian yang besar pula dari investasi yang dilakukan. Sriwardany (2006) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap harga perubahan saham, hal ini berarti bahwa informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan akan direspon positif oleh investor, sehingga akan meningkatkan harga saham.

H₁ : *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.

Penentuan kebijakan hutang ini berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Kebijakan mengenai struktur modal

melibatkan *trade-off* antara resiko dan tingkat pengembalian-penambahan hutang memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Resiko yang semakin tinggi akibat membesarnya hutang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Arif (2015) menyatakan bahwa Struktur Modal tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
H₂ : Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial (*Managerial Ownership*) merupakan proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Adnantara (2013) menyatakan dalam penelitiannya mengatakan Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Publik berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.

H₃ : Struktur kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh struktur kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Born (dalam Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011:70) menyatakan bahwa “kepemilikan adalah persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh direksi, manajer dan dewan komisaris”. Dengan kata lain semakin besar saham yang dimiliki oleh manajemen maka semakin besar pula kontrol yang dilakukan. Sehingga dapat mengurangi hal-hal yang tidak perlu seperti hutang yang terlalu banyak dan sumber daya yang tidak menguntungkan dari eksternal. Pujiati dan Widanar (2009) menyatakan Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

H₄ : Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yang digunakan penulis adalah jenis penelitian kausal komparatif (*Causal-Comparative Research*). Jenis penelitian ini merupakan tipe penelitian dengan karakteristik masalah berupa hubungan sebab-akibat antara dua variabel atau lebih. Penelitian ini merupakan tipe penelitian *ex post facto*, yaitu tipe penelitian terhadap data-data yang dikumpulkan setelah terjadinya fakta atau peristiwa. Populasi adalah kumpulan semua anggota dari obyek yang diteliti. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang masih terdaftar di Bursa Efek Indonesia sampai 31 Desember 2014 sesuai publikasi *Indonesia Stock Exchange* (IDX). Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* jenis *judgement* sampling yaitu sampel dipilih dengan menggunakan pertimbangan tertentu disesuaikan dengan tujuan penelitian atau masalah penelitian yang dikembangkan ungkap Ferdinand (dalam Kusumajaya, 2011:74). Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari tahun 2010 sampai dengan 2014, menerbitkan laporan keuangan 5 (lima) tahun berturut-turut selama tahun 2010 hingga 2014, menggunakan nilai mata uang rupiah, memiliki kelengkapan data pada laporan keuangan dan perusahaan manufaktur yang tidak mengalami penurunan aset. Dari kriteria tersebut maka sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu 13 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2010-2014.

Jenis data yang digunakan oleh penulis dalam penelitian ini adalah data dokumenter (*documentary data*). Data dokumenter merupakan jenis data penelitian berupa arsip yang memuat apa dan kapan suatu kejadian atau transaksi serta siapa yang terlibat dalam suatu kejadian. Data tersebut bisa berupa faktur, jurnal, surat-surat, notulen hasil rapat, memo atau dalam bentuk laporan program. Jenis data tersebut bisa menjadi bahan atau dasar analisis data yang dikumpulkan melalui metode observasi dan analisis dokumen yang dikenal dengan *content analysis*. Data dokumenter yang dihasilkan melalui *content analysis*

antara lain berupa kategori isi, telaah dokumen dan pemberian kode berdasarkan karakteristik kejadian.

Seluruh data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data kuantitatif yang berupa laporan keuangan perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2010-2014. Data sekunder adalah data yang diperoleh dari sumber selain responden yang menjadi sasaran penelitian. Data sekunder umumnya berupa bukti, catatan atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumenter) yang terpublikasi dan yang tidak terpublikasi. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu secara tidak langsung melalui media perantara yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia pada *www.idx.com*.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel dependen (Y) dalam penelitian ini yaitu nilai perusahaan (PBV) dan variabel independen (X) yaitu *growth opportunity* (X_1), Kebijakan Hutang (X_2), Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) dan Struktur Kepemilikan Institusional (X_4).

Nilai Perusahaan

Menurut Sujoko dan Subiantoro (dalam Pangulu, 2014) nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang terkait erat dengan harga sahamnya. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat para investor percaya pada prospek perusahaan di masa mendatang. Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur menggunakan *price book value*. Dapat digambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Semakin tinggi rasio ini, berarti pasar percaya akan prospek perusahaan tersebut. PBV juga menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan yang relative terhadap jumlah modal yang diinvestasikan.

$$PBV = \frac{\text{Harga Pasar per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku per Lembar Saham}}$$

Growth Opportunity

Growth opportunity adalah kesempatan yang dimiliki oleh perusahaan dalam mengembangkan dirinya dalam pasar (Seftianne dan Handayani, 2011). Pertumbuhan perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan pertumbuhan aktiva. Pertumbuhan aktiva adalah selisih total aktiva yang dimiliki perusahaan pada periode sekarang dengan periode sebelumnya terhadap total aktiva periode sebelumnya. Adapun rumus dari variabel ini adalah

$$GRO = \frac{\text{Total Aktiva}_t - \text{Total Aktiva}_{t-1}}{\text{Total Aktiva}_{t-1}}$$

Kebijakan Hutang

Struktur modal adalah proporsi pendanaan dengan hutang perusahaan, yaitu rasio *leverage* (pengungkit) perusahaan. Kebijakan hutang diukur dengan menggunakan indikator DER (*Debt to Equity Ratio*) yang merupakan rasio yang menggambarkan komposisi/struktur modal perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha. Rasio ini menunjukkan komposisi atau struktur modal dari total pinjaman (hutang) terhadap total modal yang dimiliki perusahaan. Robert (dalam Kusumajaya, 2011:40) menyatakan semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang (jangka pendek dan jangka panjang) semakin besar dibandingkan dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur).

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan merupakan pemisahan antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Dalam penelitian Fandini (2013) menurut Sugiarto (2009:59) struktur kepemilikan adalah struktur kepemilikan saham, yaitu perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (*insider*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor.

Kepemilikan Manajerial merupakan proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan direktur dan komisaris (Pujiati dan Widanar, 2009).

$$KPM = \frac{\text{Kepemilikan Manajerial}}{\text{Jumlah Total Saham}}$$

Kepemilikan Institusional merupakan proporsi pemegang saham yang dimiliki oleh pemilik institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan lain kecuali anak perusahaan dan institusi lain yang memiliki hubungan istimewa.

$$KPI = \frac{\text{Kepemilikan Institusional}}{\text{Jumlah Total Saham}}$$

Teknik Analisa Data

Analisis Regresi Berganda.

Analisis regresi berganda akan dilakukan bila jumlah variabel independennya minimal 2. Metode ini dipilih karena peneliti ingin mengetahui seberapa besar pengaruh *Growth Opportunity* (GRO), Kebijakan Hutang (DER), Struktur Kepemilikan Manajerial (KPM) dan Struktur Kepemilikan Institusional (KPI) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur selama periode penelitian. Adapun bentuk umum dari persamaan regresi linear berganda secara sistematis adalah sebagai berikut:.

$$PBV = a + b_1GRO + b_2DER + b_3KPM + b_4KPI + e$$

Dimana :

| | | |
|--|---|-------------------|
| Y | = | PBV |
| a | = | konstanta |
| b ₁ , b ₂ , b ₃ | = | koefisien regresi |
| X ₁ | = | GRO |
| X ₂ | = | DER |
| X ₃ | = | KPM |
| X ₄ | = | KPI |
| e | = | faktor pengganggu |

Pengujian Hipotesis.

Pengujian hipotesis adalah pengambilan keputusan yang didasarkan pada analisis data dan percobaan yang telah dilakukan baik yang terkontrol atau tidak terkontrol (observasi). Uji Hipotesis (Uji t), digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significance level* 0,05 ($\alpha = 5\%$). Jika nilai signifikansi uji t > 0,05 maka H₀ diterima yang berarti variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Sebaliknya jika nilai signifikansi uji t ≤ 0,05 maka H₀ ditolak yang berarti variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

Uji Kelayakan Model (Uji F), digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Uji kelayakan model pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat. Pengujian dilakukan dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$. Jika nilai signifikansi uji $F > 0,05$ maka H_0 diterima yang berarti bahwa semua variabel independen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Sebaliknya jika nilai signifikansi uji $F \leq 0,05$ maka H_0 ditolak yang berarti bahwa semua variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Uji Determinasi (R^2), digunakan untuk menggambarkan kemampuan model menjelaskan variasi yang terjadi dalam variabel dependen. Koefisien determinasi R^2 dinyatakan dalam presentase. Nilai koefisien korelasi (R^2) ini berkisar antara $0 < R^2 < 1$. Dari sini diketahui seberapa besar variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independennya, sedangkan sisanya dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas, dimaksudkan untuk menguji apakah nilai residual yang telah distandarisasi pada model regresi berdistribusi normal atau tidak. Nilai residual dikatakan berdistribusi normal jika nilai residual terstandarisasi tersebut sebagian besar mendekati nilai rata-ratanya. Pengujian normalitas menggunakan analisis grafik dilakukan menggunakan histogram dengan menggambarkan variabel dependen sebagai sumbu vertikal sedangkan nilai residual terstandarisasi digambarkan sebagai sumbu horizontal. Jika *histogram standardized regression residual* membentuk kurva seperti lonceng maka nilai residual tersebut dinyatakan normal.

Cara lain untuk menguji normalitas dengan pendekatan grafik adalah menggunakan normal *probability plot*, yaitu dengan membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari data distribusi normal. Distribusi normal digambarkan dengan sebuah garis diagonal lurus dari kiri bawah ke kanan atas. Distribusi kumulatif dari data sesungguhnya digambarkan dengan *ploting*. Jika data normal maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti atau merapat ke garis diagonalnya.

Uji Multikolinearitas, Uji ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau tidak. Model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi yang tinggi diantara variabel bebas. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas didalam model regresi dapat diketahui dari nilai toleransi dan nilai *variance inflation factor* (VIF). Tolerance mengukur variabilitas variabel bebas yang terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai tolerance rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena $VIF=1/tolerance$) dan menunjukkan adanya kolinearitas yang tinggi. Nilai *cut off* yang umum dipakai adalah nilai *tolerance* 0,10 atau sama dengan nilai VIF diatas 10, sehingga terdapat multikolinearitas jika $VIF > 10$.

Uji Autokorelasi, uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah ada korelasi antara anggota serangkaian data observasi yang diuraikan menurut waktu (*time-series*) atau ruang (*crosssection*). Konsekuensi dari adanya autokorelasi dari suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel tidak bebas tertentu. Model regresi yang valid adalah model regresi yang bebas dari autokorelasi. Pengujian ini dapat dilakukan dengan uji *Durbin-Watson* (DW-test). Suatu observasi dikatakan tidak terjadi autokorelasi jika nilai *Durbin-Watson* berada antara batas -2 hingga 2. Menurut Santoso (2002:218) deteksinya ada autokorelasi bisa dilihat pada tabel Durbin-Watson, secara umum sebagai berikut jika angka D-W < -2 berarti ada autokorelasi positif, jika angka $-2 < D-W < 2$ berarti tidak ada autokorelasi dan jika angka $D-W > 2$ berarti ada autokorelasi negatif.

Uji Heterokedastisitas, heterokedastisitas berarti ada varian pada model regresi yang tidak sama (konstan). Sebaliknya, jika varian variabel pada model regresi memiliki nilai yang sama maka disebut dengan homokedastisitas. Harapan dari suatu model regresi penelitian adalah homokedastisitas. Metode analisis grafik dilakukan dengan mengamati *scatterplot* di mana sumbu horizontal menggambarkan nilai *predicted standardized* sedangkan sumbu vertikal menggambarkan nilai *residual standardized*. Jika *scatterplot* membentuk pola tertentu, hal itu menunjukkan adanya masalah heterokedastisitas pada model regresi yang dibentuk, sedangkan jika *scatterplot* menyebar secara acak maka hal tersebut menunjukkan tidak terjadinya masalah heterokedastisitas pada model regresi yang dibentuk.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Regresi Berganda

Berdasarkan hasil pengolahan data yang telah dilakukan penghitungan dengan SPSS *Statistics Version 16.0*, maka dapat disajikan dalam tabel berikut mengenai analisis regresi linier berganda atas variabel-variabel yang digunakan.

Tabel 1
Analisis Regresi Linier Berganda
Coefficients^a

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 (Constant) | 1.467 | .688 | | 2.132 | .037 |
| GRO | -1.172 | 1.645 | -.086 | -.712 | .479 |
| DER | -.745 | .236 | -.370 | -3.152 | .003 |
| KPM | -1.200 | 2.448 | -.055 | -.490 | .626 |
| KPI | 2.353 | .786 | .345 | 2.992 | .004 |

a. Dependent Variable: PBV

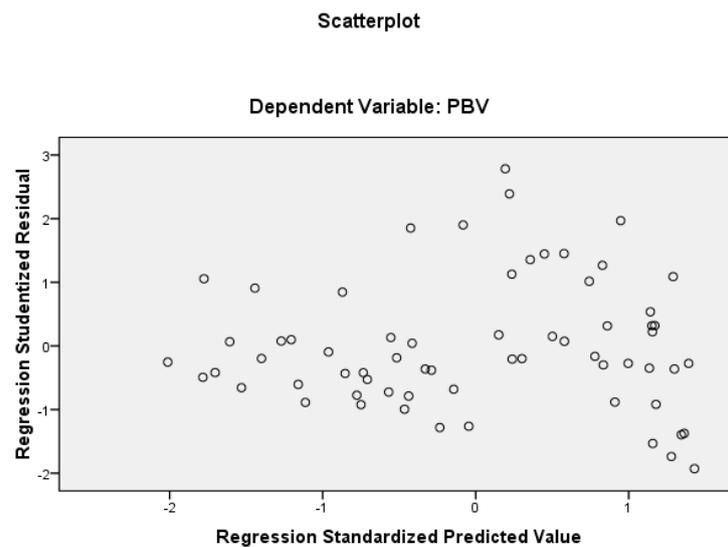
Sumber : Output SPSS

Berdasarkan tabel 1 di atas maka diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$PBV = 1,467 - 1,172GRO - 0,745DER - 1,200KPM + 2,353KPI + e$$

Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji Heterokedastisitas, pengujian ini menggunakan metode analisis grafik yang dilakukan dengan mengamati *scatterplot* di mana sumbu horizontal menggambarkan nilai *Predicted Standardized* sedangkan sumbu vertikal menggambarkan nilai *Residual Studentized*. Jika *scatterplot* membentuk pola tertentu, hal itu menunjukkan adanya masalah heteroskedastisitas pada model regresi yang dibentuk. Sedangkan jika *scatterplot* menyebar secara acak maka hal itu menunjukkan tidak terjadinya masalah heteroskedastisitas pada model regresi yang dibentuk. Berdasarkan gambar di bawah dapat dilihat bahwa tidak ada pola yang jelas dan titik-titik menyebar di atas maupun di bawah angka 0. Sehingga bisa disimpulkan bahwa model regresi tidak terjadi adanya heteroskedastisitas. Maka uji heteroskedastisitas terpenuhi.



Sumber : Output SPSS

Gambar 1
Uji Heteroskedastisitas

Uji Multikolinearitas, model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi yang tinggi diantara variabel bebas, untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikoleniaritas di dalam model regresi dapat diketahui dari nilai toleransi dan *variance inflation factor* (VIF).

Tabel 2
Uji Multikolinearitas
Coefficients^a

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | T | Sig. | Collinearity Statistics | |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|-------------------------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | | | Tolerance | VIF |
| 1 (Constant) | 1.467 | .688 | | 2.132 | .037 | | |
| GRO | -1.172 | 1.645 | -.086 | -.712 | .479 | .845 | 1.184 |
| DER | -.745 | .236 | -.370 | -3.152 | .003 | .888 | 1.126 |
| KPM | -1.200 | 2.448 | -.055 | -.490 | .626 | .974 | 1.027 |
| KPI | 2.353 | .786 | .345 | 2.992 | .004 | .923 | 1.084 |

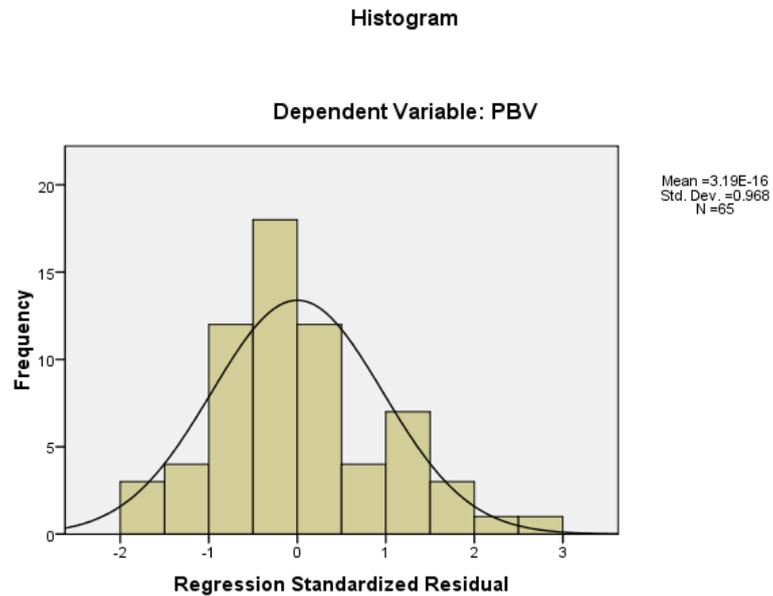
a. Dependent Variable: PBV

Sumber : Output SPSS

Berdasarkan tabel 2 pada perhitungan diatas terlihat bahwa nilai *tolerance* variabel *growth opportunity* (GRO) adalah 0,845, kebijakan hutang (DER) adalah 0,888, struktur kepemilikan manajerial (KPM) adalah 0,974 dan struktur kepemilikan institusional (KPI) adalah 0,923. Sedangkan nilai *variance inflation factor* (VIF) dari variabel *growth opportunity* (GRO) adalah 1,184, kebijakan hutang (DER) adalah 1,126, struktur kepemilikan manajerial (KPM) adalah 1,027 dan struktur kepemilikan institusional (KPI) adalah 1,084. Hasil nilai dari keempat variabel bebas tersebut mempunyai nilai VIF < 10. Sehingga pengujian ini dapat disimpulkan bahwa variabel bebas tersebut tidak terjadi gejala multikoleniaritas.

Uji Normalitas, berdasarkan hasil olah SPSS (*Statistic Package for The Social Science*) versi 16.0 uji normalitas dengan tampilan grafik histogram yang menunjukkan pola distribusi normal. Jika dilihat kurva uji normalitas pada gambar histogram di bawah maka

dapat diambil kesimpulan bahwa model memiliki pola distribusi normal, hal ini ditunjukkan oleh bentuk kurva yang menyerupai lonceng (*bell-shape curve*).



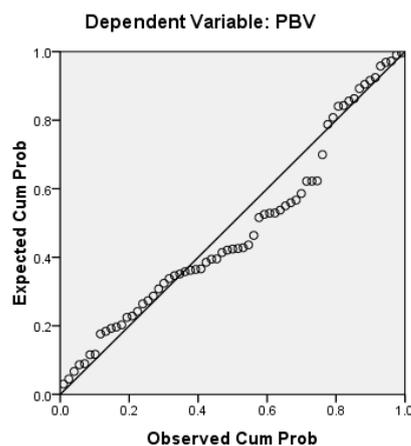
Sumber : Output data SPSS

Gambar 2

Uji Normalitas Histogram

Berdasarkan hasil olah SPSS (*Statistic Package for The Social Science*) versi 16.0 uji normalitas dengan tampilan *normal pp plot of regression standardized residual* dapat dilihat pada gambar sebagai berikut:

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Sumber : Output SPSS

Gambar 3

Uji Normalitas P-P Plot

Berdasarkan hasil dari *normal probability plot* dapat dilihat bahwa data (titik-titik) menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti regresi sehingga dapat disimpulkan bahwa data yang telah diolah merupakan data yang berdistribusi normal sehingga regresi yang terbentuk memenuhi asumsi normalitas.

Selain menggunakan grafik histogram dan normal plot, uji normalitas dapat juga menggunakan uji statistik non-parametrik *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) pada nilai residual hasil regresi dengan kriteria jika nilai signifikansi > 0,05 maka data terdistribusi secara normal. Sebaliknya, jika nilai signifikansi < 0,05 maka data tidak terdistribusi secara normal. Berdasarkan hasil olah SPSS (*Statistic Package for The Social Science*) versi 16.0 hasil dari uji normalitas dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 3
Uji Normalitas K-Test
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| | | Standardized Residual |
|--------------------------------|----------------|-----------------------|
| N | | 65 |
| Normal Parameters ^a | Mean | .0000000 |
| | Std. Deviation | .96824584 |
| | Absolute | .127 |
| Most Extreme Differences | Positive | .127 |
| | Negative | -.061 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | | 1.025 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | .244 |

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : Output SPSS

Tabel di atas merupakan hasil pengujian data normalitas, hal ini menunjukkan adanya perbedaan terhadap hasil yang telah dilakukan pada setiap masing-masing variabel. Pengujian pada *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* terlihat pada *asymp.Sig. (2-tailed)* dengan nilai 0,244 hal ini menunjukkan bahwa variabel tersebut berdistribusi normal disebabkan angka signifikansi > 0,05, maka H_0 diterima H_a ditolak sehingga model regresi layak dipergunakan untuk menguji hipotesis.

Uji Autokorelasi, uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah ada korelasi antara anggota serangkaian data observasi yang diuraikan menurut waktu (*times-series*) atau ruang (*cross section*). Berdasarkan hasil olah SPSS (*Statistic Package for The Social Science*) versi 16.0 diperoleh nilai *Durbin-Watson* sebagai berikut:

Tabel 4
Uji Autokorelasi dengan Metode Durbin Watson Test
Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .515 ^a | .265 | .216 | 1.480.833 | .660 |

a. Predictors: (Constant), KPI, DER, KPM, GRO

b. Dependent Variable: PBV

Sumber : Output SPSS

Hasil pengujian tabel 4 diatas menjelaskan bahwa angka DW menunjukkan nilai 0,660. Sedangkan dari tabel DW dengan signifikansi 0,05 dan jumlah data (n)=65, k=4 maka dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan tidak terjadi autokorelasi. Selain itu model regresi yang dihasilkan dapat digunakan untuk mengestimasi nilai perusahaan pada variabel independennya yaitu GRO, DER, KPM dan KPI.

Pengujian Hipotesis

Uji Kelayakan Model (Uji F), pengujian ini digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen. Apabila nilai hasil

perhitungan F hitung lebih besar dari derajat dengan besaran 0,05 maka data dikatakan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, jika nilai tabel signifikan < 0,05 maka hal tersebut dikatakan tidak terdapat pengaruh signifikan.

Tabel 5
Uji Kelayakan Model (Uji F)
ANOVA^b

| Model | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|--------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1 Regression | 47.511 | 4 | 11.878 | 5.416 | .001 ^a |
| Residual | 131.572 | 60 | 2.193 | | |
| Total | 179.083 | 64 | | | |

a. Predictors: (Constant), KPI, DER, KPM, GRO

b. Dependent Variable: PBV

Sumber : Output SPSS

Tabel 5 diatas menunjukkan bahwa nilai F hitung adalah 5,416 dengan nilai signifikan 0,001 sebagaimana nilai signifikan dari F hitung < 0,05, sehingga hal ini dapat dikatakan H₀ ditolak yang berarti bahwa model regresi dikatakan fit (H_a diterima).

Uji Hipotesis (Uji t), menunjukkan seberapa jauh pengaruh variabel independen secara individual, derajat signifikansi yang digunakan ada 0,05. Apabila angka signifikansi < 0,05 maka H₀ ditolak, yang diartikan bahwa masing-masing variabel independen, secara individual berpengaruh terhadap variabel dependen. Sedangkan jika signifikansi > 0,05 maka H₀ diterima, yang diartikan bahwa masing-masing variabel independen, secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Berdasarkan tabel 5 hasil uji regresi olah data SPSS di bawah maka dapat disimpulkan bahwa pengaruh *Growth Opportuniy* (GRO) terhadap nilai perusahaan, diperoleh hasil analisis yaitu tingkat signifikan variabel *Growth Opportuniy* (GRO) = 0,479 > α = 0,05 (*level of significance*). Hasil ini menunjukkan H₀ diterima dan H_a ditolak. Dengan demikian *Growth Opportuniy* (GRO) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 6
Uji Hipotesis (Uji t)
Coefficients^a

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 (Constant) | 1.467 | .688 | | 2.132 | .037 |
| GRO | -1.172 | 1.645 | -.086 | -.712 | .479 |
| DER | -.745 | .236 | -.370 | -3.152 | .003 |
| KPM | -1.200 | 2.448 | -.055 | -.490 | .626 |
| KPI | 2.353 | .786 | .345 | 2.992 | .004 |

a. Dependent Variable: PBV

Sumber : Output SPSS

Pengaruh Kebijakan Hutang (DER) terhadap nilai perusahaan, diperoleh hasil analisis yaitu tingkat signifikan variabel Kebijakan Hutang (DER) = 0,003 < α = 0,05 (*level of significance*). Hasil ini menunjukkan H₀ ditolak dan H_a diterima. Dengan demikian Kebijakan

Hutang (DER) berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial (KPM) terhadap nilai perusahaan, diperoleh hasil analisis yaitu tingkat signifikan variabel Struktur Kepemilikan Manajerial (KPM) = $0,626 > \alpha = 0,05$ (*level of significance*). Hasil ini menunjukkan H_0 diterima dan H_a ditolak. Dengan demikian Struktur Kepemilikan Manajerial (KPM) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional (KPI) terhadap nilai perusahaan, diperoleh hasil analisis yaitu tingkat signifikan variabel Struktur Kepemilikan Institusional (KPI) = $0,004 < \alpha = 0,05$ (*level of significance*). Hasil ini menunjukkan H_0 ditolak dan H_a diterima. Dengan demikian Struktur Kepemilikan Institusional (KPI) berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Uji Determinasi (R^2), dari tabel 7 dibawah dapat diketahui bahwa nilai koefisien determinasi yang terletak di kolom *adjusted R square* sebesar 0,216 artinya nilai sebesar 22% variabel independen yang terdiri dari *Growth Opportunity* (GRO), Kebijakan Hutang (DER), Struktur Kepemilikan Manajerial (KPM), Struktur Kepemilikan Institusional (KPI) dapat menjelaskan variabel dependen yaitu Nilai Perusahaan (PBV), sedangkan sisanya sebesar 88% dijelaskan oleh variabel lain di luar variabel dalam penelitian.

Tabel 7
Uji Determinasi (R^2)
Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .515 ^a | .265 | .216 | 1.480.833 |

a. Predictors: (Constant), KPI, DER, KPM, GRO

b. Dependent Variable: PBV

Sumber : Output SPSS

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan uraian pembahasan yang dilandasi dengan data - data yang benar, serta teknik analisis yang dilakukan oleh penulis, maka dapat diambil dalam suatu kesimpulan: Pertama, variabel *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, hal ini berarti bahwa hipotesis H_1 yang diajukan tidak terbukti. Berdasarkan hasil uji t diketahui bahwa tingkat signifikansi t hitung variabel *growth opportunity* $0,479 > 0,05$, sehingga dapat diambil simpulan bahwa *Growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena tidak semua investor bisa menangkap sinyal tentang adanya peningkatan aktiva tetap berupa *growth opportunity* (GRO). Kedua, variabel kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI Tahun 2010 - 2014. Tingkat signifikan variabel kebijakan hutang (DER) = $0,003 < \alpha = 0,05$. Kebijakan hutang berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dikarenakan solvabilitas (*leverage*) digambarkan untuk melihat sejauh mana aset perusahaan dibiayai oleh hutang dibandingkan dengan modal sendiri. Ketiga, variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi t hitung variabel struktur kepemilikan manajerial $0,626 > 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel struktur kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, hal ini berarti bahwa hipotesis H_3 yang diajukan tidak terbukti. Keempat, variabel kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan hasil analisis t hitung

$0,004 < 0,05$. Semakin banyak investor yang menanamkan saham maka akan memberi sinyal kepada investor lain bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang bagus. Semakin banyak investor yang menginginkan saham tersebut maka semakin tinggi harga saham tersebut sehingga nilai perusahaan akan semakin meningkat.

Saran

Berdasarkan analisis dari penelitian yang dilakukan penulis, pada penyusunan skripsi ini, sangat menyadari bahwa analisa tersebut jauh dari sempurna. Oleh karena itu penyajian dibawah ini yang merupakan saran penulis tidak harus di pergunakan sebagai pemecahan permasalahan, namun dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan di masa - masa yang akan datang. Perusahaan manufaktur harus lebih memperhatikan pola kinerja keuangannya terkait dengan *growth opportunity*, kebijakan hutang dan struktur kepemilikan, dalam aspek ini dapat menentukan tingkat nilai perusahaan sebagaimana untuk kelangsungan hidup perusahaan.

Hasil penelitian ini dapat menjadikan sebuah informasi bagi para investor untuk penanaman modal yang akan dilakukan dengan melihat aspek - aspek yang terkait dalam nilai perusahaan. Informasi ini dapat memberikan acuan bagi para investor untuk lebih cermat dan berhati - hati dalam menanamkan modal dan sebagai pengambilan keputusan. Bagi peneliti yang akan melakukan penelitian terkait dengan *growth opportunity*, kebijakan hutang dan struktur kepemilikan diharapkan untuk menggunakan data perusahaan jasa ataupun perusahaan dagang, sebagaimana untuk bahan perbandingan hasil dari penelitian yang sebelumnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Adnantara, K. F. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham dan *Corporate Social Responsibility* Pada Nilai Perusahaan. *Jurnal buletin studi Ekonomi* 18(2): 107-113.
- Arif, 2015. Pengaruh Struktur modal, *Return On Equity*, Likuiditas dan *Growth Opportunity* Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Jasa Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Negeri Yogyakarta. Yogyakarta.
- Astuti, R. P. 2015. Pengaruh Profitabilitas, *Size*, *Growth Opportunity*, Likuiditas dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Bank. Universitas Pandanaran, Semarang.
- Chen, C.K. 2004. *The Journal of American Academy of Business Cambridge*: 266-278.
- Fandini, F. R. 2013. Pengaruh Profitabilitas dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Skripsi*. Universitas Pasundan. Bandung.
- Ghozali. I. 2005. Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program Sps. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hermuningsih, S. 2013. Pengaruh Profitabilitas, *Growth Opportunity*, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. Universitas Sarjanawiyata Tamansiswa Yogyakarta: 127-148.
- Hidayat, F. 2015. Dampak Kebijakan Hutang Pada Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusaha. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia. Surabaya.
- Kusumajaya, D. K. O. 2011. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Magister Manajemen Universitas Udayana, Denpasar.
- Mai, M. U. 2006. Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta. *Ekonomika*. Politeknik Negeri Bandung: 228-245.
- Pangulu, A. L. 2014. Pengaruh Profitabilitas, *Growth Opportunity*, dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Universitas Brawijaya, Malang.

- Pujiati, D. dan E. Widanar. 2009. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Keputusan Keuangan Sebagai Variabel *Intervening*. *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Akuntansi Ventura* 12(1): 71-86.
- Salvatore, D. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat. Jakarta.
- Santoso, I. 2002. *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*. Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Santoso, L. 2014. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Usaha, Struktur Modal dan Profitabilitas Terhadap Resiko Keuangan. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia Surabaya. Surabaya.
- Sari, W. N. 2015. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan. Universitas Maritim Raja Ali Haji (UMRAH), Tanjung Pinang.
- Seftianne dan R. Handayani. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 13(1): 39-56.
- Septian, A. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan, *Debt Covenant*, dan *Growth Opportunity* Terhadap Konservatisme Akuntansi. Universitas Telkom, Bandung.
- Shabrina, A. 2015. Kebijakan Dividen Memoderasi Hubungan Struktur Modal dan *Growth Opportunity* Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia Surabaya. Surabaya.
- Sholichah, W. A. 2015. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan dan *Leverage* Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia. Surabaya.
- Sofyaningsih, S. dan P. Hardiningsih. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan* 3(1): 68-87.
- Sriwardany. 2006. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya Terhadap Perubahan Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Tbk. *Tesis*. Sekolah Pascasarjana Universitas Sumatera Utara. Medan.
- Sukirni, D. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal* 1(2): 1-12.
- Sulistiyana, L. dan N. Diana. 2015. Pengaruh *Tax Avoidance*, *Corporate Governance Index*, Kebijakan Hutang dan *Growth Opportunity* Terhadap Nilai Perusahaan. Universitas Islam, Malang.
- Suliyanto. 2011. *Ekonometrika Terapan – Teori dan Aplikasi dengan SPSS*. Andi. Yogyakarta.
- Walsh, C. 2003. *Key Management : Rasio-Rasio Manajemen Penting Penggerak dan Pengendali Bisnis*. Edisi Tiga, Penerjemah Shalahuddin Haikal. Erlangga. Jakarta.
- Wahyudi, U. dan H. P. Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel *Intervening*. *Simposium Nasional Akuntansi IX Padang*. 23-26 Agustus: 1-25.
- Wiranata, Y. A. dan Y. W. Nugrahanti. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 15(1): 15-26.