

PENGARUH STRUKTUR PENDANAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Komang Samisi¹
Putu Agus Ardiana²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail : komangsamisi@yahoo.com / telp : +62 85 936 106 795

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur pendanaan, kepemilikan manajerial, terhadap nilai perusahaan serta kemampuan kepemilikan manajerial dalam memoderasi hubungan antara struktur pendanaan dengan nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Serta kepemilikan manajerial tidak mampu memoderasi hubungan antara struktur pendanaan dengan nilai perusahaan. Setelah memasukkan variabel kontrol ukuran perusahaan dan umur perusahaan dalam model regresi, ditemukan bahwa pengaruh struktur pendanaan dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan merupakan hubungan yang *nonmonotonic*. Variabel ukuran perusahaan dan umur perusahaan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci : *struktur pendanaan, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, umur perusahaan, nilai perusahaan*

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of funding structure, managerial ownership, the value of the company as well as the ability of managerial ownership to moderate the relationship between funding structure and firm's value. The results show that the funding structure positively and significantly affects the firm's value. Meanwhile, managerial ownership negatively affects the firm's value but its effect is not significant. In addition, managerial ownership is unable to moderate the relationship between funding structure and firm's value. After controlling the size and age of company, it is found that the effects of funding structure and managerial ownership on firm's value are nonmonotonic relationships. The control variables of company's size and age affect firm's value positively and significantly.

Keywords: *funding structure, managerial ownership, firm size, firm age, firm value*

PENDAHULUAN

Persaingan usaha yang semakin ketat mendorong perusahaan untuk mampu bersaing guna meningkatkan nilai perusahaan. Fama (1978) menyebutkan bahwa nilai perusahaan akan tercermin dalam harga saham perusahaan. Semakin tinggi

harga saham perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pemiliknya. Untuk memenuhi tujuan tersebut maka seorang manajer harus mampu membuat keputusan yang tepat dalam hal keputusan investasi, pendanaan dan deviden (Dhankar dan Boora, 1996).

Teori keagenan menjelaskan bahwa terdapat asimetri informasi antara manajer (*agen*) dengan pemilik atau pemegang saham (*principal*). Manajemen (*agent*) mempunyai informasi lebih daripada pemilik atau pemegang saham (*principal*). (Jensen dan Meckling, 1976) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan antara manajer dan pemilik atau pemegang saham akan memicu adanya konflik keagenan. Konflik keagenan dapat diminimalkan melalui sistem pengawasan yang mampu menyamakan kepentingan antara *agen* dan *principal*, diantaranya dengan peningkatan struktur pendanaan perusahaan melalui utang dan peningkatan kepemilikan saham oleh manajemen (Wahidahwati, 2002). Marco dan Ocana (1999) penggunaan utang juga akan memberikan tambahan pengawasan bagi manajemen perusahaan oleh kreditur sehingga manajemen perusahaan akan beroperasi sesuai dengan kepentingan perusahaan. Dalam penelitian Mas'ud (2008), Kusumajaya (2011) dan Agnes (2013) ditemukan bahwa struktur pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Manajemen yang juga sebagai pemegang saham akan selalu berupaya untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dilakukan karena nilai kekayaan manajemen sebagai pemegang saham juga akan meningkat seiring dengan meningkatnya nilai perusahaan (Sofyaningsih dan Pancawati, 2011). Semakin

meningkatnya kepemilikan oleh manajemen, maka akan menyebabkan manajemen lebih berhati-hati menggunakan utang karena mereka ikut menanggung risiko yang ditimbulkan dari tindakannya tersebut. Penelitian yang dilakukan oleh Morck, *et al* (1988) dan Ruan, *et al* (2011) menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan *nonmonotonic* dengan nilai perusahaan.

Ukuran perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan karena semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin mudah perusahaan tersebut mendapatkan dana baik dari internal ataupun eksternal perusahaan. (Analisa, 2011). Penelitian yang dilakukan oleh Febryana (2013) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Faktor lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan adalah umur perusahaan. Perusahaan yang telah lama berdiri memiliki reputasi yang lebih baik daripada perusahaan yang baru saja berdiri. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang telah lama berdiri dianggap lebih berpengalaman dalam menghadapi segala kondisi yang berhubungan dengan perkembangan usaha Bandayuda (2011). Dengan demikian diharapkan perusahaan yang telah lama berdiri mampu untuk mempertahankan usahanya dan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan kajian pustaka sebagai berikut:

Nilai Perusahaan

Sujoko dan Soebiantoro (2007) nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber daya yang dimiliki yang tercermin dalam harga saham perusahaan. Agnes (2013)

menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan hal yang sangat diperhatikan oleh investor karena kemakmuran pemegang saham akan tercermin dalam nilai perusahaan atau melalui nilai perusahaan kinerja manajer keuangan dapat diketahui. Nilai perusahaan akan tercermin dalam harga saham perusahaan (Fama, 1978).

Struktur Pendanaan

Husnan (2000) struktur pendanaan merupakan perimbangan atau perbandingan antara modal asing dengan modal sendiri. *Debt to Equity Ratio* (DER) dapat dipergunakan sebagai rasio untuk mengukur struktur pendanaan perusahaan, yang menunjukkan tingkat risiko yang dimiliki suatu perusahaan. Menurut Kesuma (2009) besar kecilnya rasio struktur pendanaan ini menunjukkan bahwa banyak sedikitnya jumlah utang jangka panjang daripada modal sendiri yang diinvestasikan dalam aset tetap yang dimanfaatkan dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan guna memperoleh laba operasi.

Teori Struktur Pendanaan

Terdapat banyak teori yang menjelaskan tentang struktur pendanaan, salah satunya teori agensi. Dalam teori ini dijelaskan bahwa hubungan keagenan merupakan kumpulan kontrak (*nexus of contract*) antara pemilik sumber daya ekonomis (*principal*) dengan manajer (*agent*) yang mengurus penggunaan dan pengendalian terhadap sumber daya tersebut (Jensen dan Meckling, 1976). Pada kenyataannya sering terjadi perbedaan kepentingan antara *principal* dan *agen* yang memicu adanya konflik keagenan. *Principal* menginginkan adanya

pengembalian yang tinggi atas investasinya di perusahaan sedangkan *agen* menginginkan adanya kompensasi yang tinggi atas kinerjanya.

Pecking order theory menjelaskan bahwa urutan pendanaan yang disukai oleh perusahaan adalah 1) laba ditahan atau penyusutan, 2) penggunaan utang, dan 3) penerbitan saham baru. Brealey dan Myers (2003, dalam Hadianto, 2008) teori ini muncul karena diawali dengan adanya asimetri informasi.

Balancing theory yang dikemukakan oleh Myers tahun 1984 merupakan teori keseimbangan karena menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang ditimbulkan dari penggunaan utang (Wiksuana, 2001). Menurut Husnan (2000) selama manfaat yang ditimbulkan dari penggunaan utang lebih besar dari pengorbanannya, maka utang akan ditambah. Dan sebaliknya jika pengorbanan lebih besar dari manfaat yang diterima dari penggunaan utang maka utang tidak boleh ditambah lagi.

Kepemilikan Manajerial

Pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan dalam perusahaan dapat memicu timbulnya konflik agensi dalam perusahaan tersebut. Kepemilikan manajerial ini akan mampu menyetarakan kepentingan antara manajemen (*insider*) dengan pemegang saham Jensen and Meckling (1976). Semakin meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen, maka akan menyebabkan manajemen lebih berhati-hati menggunakan utang karena mereka ikut menanggung risiko yang ditimbulkan dari tindakannya tersebut.

Kepemilikan manajerial mempunyai dua peranan yang berbeda. Pertama, manajer bertindak sebagai pemilik perusahaan, dan kedua manajer bertindak

sebagai manajer perusahaan. Peranan seperti ini bisa mempengaruhi kinerja manajer saat bekerja dan dapat memicu timbulnya keinginan untuk mempertahankan posisi di dalam suatu perusahaan (Anggarini dan Ceacilia, 2009).

Berdasarkan beberapa uraian diatas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini antara lain:

H₁ : Struktur pendanaan berpengaruh linear *nonmonotonic* terhadap nilai perusahaan.

H₂: Kepemilikan manajerial berpengaruh linear *nonmonotonic* terhadap nilai perusahaan.

H₃: Kepemilikan manajerial memoderasi hubungan antara struktur pendanaan dengan nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Lokasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2011. Jenis data dalam penelitian ini adalah data kuantitatif dengan sumber data sekunder. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009-2011. Jumlah populasi selama periode pengamatan adalah 98 perusahaan. Metode *purposive sampling* digunakan dalam menentukan sampel dalam penelitian ini, di mana kriteria yang ditetapkan yaitu perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan menerbitkan laporan keuangan selama periode pengamatan serta perusahaan yang

menggunakan rupiah sebagai mata uang pelaporan laporan keuangannya. Berdasarkan kriteria tersebut maka jumlah sampel yang terpilih adalah 94 perusahaan.

Metode pengumpulan data menggunakan metode *nonparticipant observation*. Serta *moderated regression analysis* (MRA) digunakan sebagai teknik analisis data dalam penelitian ini, dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_1 \cdot X_2 + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$$

Definisi operasional variabel dalam penelitian ini antara lain:

1) Struktur Pendanaan (variabel bebas)

Struktur pendanaan (X_1) adalah perimbangan antara jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa (Sartono, 2001:225). Struktur pendanaan diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio DER dapat dihitung sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total Ekuitas}} \dots \dots \dots (2)$$

2) Kepemilikan Manajerial (variabel moderasi)

Kepemilikan manajerial (X_2) adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Seftianne, dkk., 2011). Kepemilikan manajerial dihitung sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki komisaris, manajemen dan direksi}}{\text{jumlah saham yang beredar}} \dots \dots (3)$$

3) Ukuran Perusahaan (variabel kontrol)

Ukuran perusahaan (X_3) merupakan ukuran besar kecilnya suatu perusahaan (Dewani, 2010). Ukuran perusahaan dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Ukuran perusahaan} = \ln \text{total aset} \dots \dots \dots (4)$$

4) Umur Perusahaan (variabel kontrol)

Perusahaan yang telah lama berdiri, umumnya memiliki reputasi yang lebih baik daripada perusahaan yang baru berdiri. Umur perusahaan (X_4) dapat diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Umur perusahaan} = \text{Tanggal Pengamatan}_t - \text{Tanggal Pendirian perusahaan} \dots (5)$$

Di mana:

$$t = 31 \text{ Desember } 2009; 31 \text{ Desember } 2010; 31 \text{ Desember } 2011$$

5) Nilai Perusahaan (variabel terikat)

Nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber daya yang dimiliki yang tercermin dalam harga saham perusahaan. (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Nilai perusahaan dapat dilihat melalui rasio *price to book value* (PBV) perusahaan. Rasio PBV dapat dihitung sebagai berikut:

$$BV = \frac{\text{Total ekuitas}}{\text{Total saham yang beredar}} \dots \dots \dots (6)$$

$$PBV = \frac{\text{Market value}}{\text{Book value}} \dots \dots \dots (7)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Berdasarkan tabel 1 menunjukkan bahwa rata-rata struktur pendanaan perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 – 2011 adalah sebesar 1,327779% yang menandakan bahwa rata-rata perusahaan *consumer goods* menggunakan 1,327779 dari setiap rupiah ekuitasnya sebagai jaminan utang. Struktur pendanaan diatas 1 mengindikasikan bahwa perusahaan

lebih banyak memilih sumber pendanaan melalui utang. Nilai minimum sebesar 0,104122% dilaporkan oleh PT. Mandom Indonesia Tbk dan nilai maksimum sebesar 18,28196% dilaporkan oleh PT Schering Plough Indonesia Tbk.

Rata-rata kepemilikan manajerial perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 – 2011 adalah sebesar 1,726595% dengan nilai minimum sebesar 0,000000% dan nilai maksimum 23,08000%. Nilai rata-rata kepemilikan manajerial perusahaan *consumer goods* di Indonesia sebesar 1,726595% tersebut menunjukkan bahwa jumlah kepemilikan saham oleh manajer tidak terlalu banyak atau kepemilikan manajerial perusahaan *consumer goods* di Indonesia tidaklah signifikan terhadap jumlah saham yang ada.

Rata-rata nilai perusahaan yang diteliti adalah 4,111293% menandakan bahwa pasar memberi harga sebesar 4,111293 untuk setiap 1 nilai buku perusahaan. Rata-rata nilai perusahaan diatas 1,0 menunjukkan bahwa investor bersedia membayar saham lebih dari nilai bukunya. Dengan demikian perusahaan yang mempunyai nilai perusahaan diatas 1,0 menandakan bahwa perusahaan tersebut mempunyai nilai yang tinggi. Nilai minimum sebesar 0,172838% dilaporkan oleh PT Kedaung Indah Can Tbk. dan nilai maksimum sebesar 38,96943%. dilaporkan oleh PT Unilever Indonesia Tbk.

Tabel 1.
Hasil Pengujian Statistik Deskriptif

	Struktur Pendanaan	Kepemilikan Manajerial	Nilai Perusahaan
Mean	1.327779	1.726595	4.111293
Maximum	18.28196	23.08000	38.96943
Minimum	0.104122	0.000000	0.172838
Std. Dev.	2.588764	5.149385	6.816104

Sumber: Data diolah, 2013

Pengaruh Struktur Pendanaan, Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan

Hasil pengujian dalam tabel 2 menunjukkan bahwa struktur pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan *consumer goods* yang ada di Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan penggunaan utang dalam struktur pendanaan perusahaan memberikan sinyal bagi investor bahwa kebijakan pendanaan oleh perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* di mana dalam teori ini dikatakan bahwa urutan pendanaan yang disukai oleh perusahaan adalah 1) laba ditahan atau penyusutan, 2) penggunaan utang, dan 3) penerbitan saham baru.

Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Serta interaksi antara struktur pendanaan dengan kepemilikan manajerial memiliki koefisien negatif dan tingkat *sig.* yang lebih besar dari $\alpha = 0,05$ dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak mampu memoderasi hubungan antara struktur pendanaan dengan nilai perusahaan, mengingat tingkat kepemilikan manajerial pada perusahaan *consumer goods* di Indonesia relatif rendah yaitu dengan rata-rata sebesar 1,726595%. Manajemen dalam perusahaan tidak mempunyai kekuasaan yang penuh atas perusahaan. Manajemen dalam mengambil keputusan yang berdampak besar terhadap perusahaan harus terlebih dahulu memperoleh persetujuan dari pemegang saham mayoritas.

Tabel 2.
**Pengaruh Struktur Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan dengan
Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel Moderasi**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.435052	0.817014	4.204396	0.0001
DER	0.697700	0.266770	2.615364	0.0105
KM	-0.090151	0.541363	-0.166526	0.8681
DER*KM	-0.120803	1.237218	-0.097640	0.9224
R-squared	0.088214	Mean dependent var		4.111293
Adjusted R-squared	0.057821	S.D. dependent var		6.816104
S.E. of regression	6.616112	Akaike info criterion		6.658514
Sum squared resid	3939.565	Schwarz criterion		6.766739
Log likelihood	-308.9502	F-statistic		2.902464
Durbin-Watson stat	1.526738	Prob(F-statistic)		0.039180

Sumber: Data diolah, 2013

Pengaruh Struktur Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan

Setelah memasukkan variabel ukuran dan umur perusahaan sebagai variabel kontrol, struktur pendanaan yang berada di bawah struktur pendanaan industri berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (tabel 3). Rata-rata struktur pendanaan industri dalam penelitian ini sebesar 1,327779 (Tabel 1). Perusahaan dengan struktur pendanaan yang berada dibawah rata-rata struktur pendanaan industri masih mempunyai potensi untuk menambah utangnya, namun dengan penambahan utang tersebut mengakibatkan nilai perusahaan turun. Hal ini terjadi karena *marginal cost* yang ditimbulkan dari penggunaan utang tersebut lebih besar dari *marginal benefit* yang dihasilkan.

Tabel 3.
Pengaruh Struktur Pendanaan Yang Berada Dibawah Rata-Rata Struktur Pendanaan Industri, Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan dan Umur Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-23.36578	8.668685	-2.695424	0.0084
DDER1	-4.824810	1.147637	-4.204125	0.0001
KM	-0.027093	0.096563	-0.280571	0.7797
SIZE	0.710911	0.309543	2.296648	0.0240
AGE	0.312427	0.031752	9.839438	0.0000

Sumber: Data diolah, 2013

Hasil pengujian DDER2 dalam tabel 4 menunjukkan bahwa struktur pendanaan perusahaan yang berada diatas rata-rata struktur pendanaan industri berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan bukan hanya kebijakan penggunaan utang dalam struktur pendanaan saja tetapi juga dapat disebabkan oleh perubahan (penurunan) nilai ekuitas perusahaan. Mengingat dalam penelitian ini struktur pendanaan dihitung melalui *Debt to Equity Ratio* (DER) yang merupakan perbandingan antara total utang dengan total ekuitas perusahaan. Penurunan nilai ekuitas perusahaan dapat disebabkan karena adanya pembagian deviden atau kerugian yang dialami oleh perusahaan. Pembagian deviden oleh perusahaan ini akan direspon positif oleh investor sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Variabel ukuran perusahaan dan umur perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dalam kedua pengujian tersebut.

Tabel 4.
Pengaruh Struktur Pendanaan Yang Berada Di atas Rata-Rata Struktur Pendanaan Industri, Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan dan Umur Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-28.19059	8.696143	-3.241735	0.0017
DDER2	4.824810	1.147637	4.204125	0.0001
KM	-0.027093	0.096563	-0.280571	0.7797
SIZE	0.710911	0.309543	2.296648	0.0240
AGE	0.312427	0.031752	9.839438	0.0000

Sumber: Data diolah, 2013

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian dalam tabel 5 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial 0%-≤1% berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena pada rentang ini manajemen dan pemilik atau pemegang saham mempunyai kepentingan yang sama terhadap perusahaan (*convergence of interest*). Sehingga manajemen dan pemilik atau pemegang saham bersama-sama berupaya untuk meningkatkan nilai perusahaan, di mana dengan meningkatnya nilai perusahaan bonus atau insentif yang diperoleh manajemen lebih banyak dan deviden yang diperoleh pemilik atau pemegang saham juga banyak.

Tabel 5.
Pengaruh Struktur Pendanaan, Kepemilikan Manajerial 0%-1%, Ukuran Perusahaan dan Umur Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-31.49237	9.001281	-3.498654	0.0007
DER	0.648696	0.193474	3.352892	0.0012
DKM1	0.625480	1.482154	0.422008	0.6740
SIZE	0.847192	0.336357	2.518726	0.0136
AGE	0.288638	0.032785	8.804020	0.0000

Sumber: Data diolah, 2013

Kepemilikan manajerial pada rentang $>2\%$ - $>5\%$ berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (tabel 6, 7, 8). Hal ini terjadi karena pada rentang tersebut mulai terjadi perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemilik atau pemegang saham (*entrenchment*). Dengan rata-rata kepemilikan manajerial perusahaan *consumer goods* di Indonesia yang relatif rendah dari jumlah saham yang ada yaitu sebesar 1,726595%. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, manajemen dalam perusahaan tidak mempunyai kekuasaan yang penuh atas perusahaan. Variabel ukuran perusahaan dan umur perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dalam keempat pengujian tersebut.

Tabel 6.
**Pengaruh Struktur Pendanaan, Kepemilikan Manajerial $>1\%$ - $\leq 2\%$,
Ukuran Perusahaan dan Umur Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-31.95500	8.728576	-3.660964	0.0004
DER	0.661013	0.189975	3.479480	0.0008
DKM2	-1.779609	3.362794	-0.529205	0.5980
SIZE	0.882782	0.312368	2.826093	0.0058
AGE	0.289242	0.032769	8.826601	0.0000

Sumber: Data diolah, 2013

Tabel 7.
**Pengaruh Struktur Pendanaan, Kepemilikan Manajerial $>2\%$ - $\leq 5\%$,
Ukuran Perusahaan dan Umur Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-32.36867	9.184767	-3.524169	0.0007
DER	0.662956	0.191674	3.458764	0.0008
DKM3	-0.122569	2.528099	-0.048483	0.9614
SIZE	0.896813	0.327347	2.739641	0.0074
AGE	0.288870	0.032813	8.803557	0.0000

Sumber: Data diolah, 2013

Tabel 8.
Pengaruh Struktur Pendanaan, Kepemilikan Manajerial >5%, Ukuran Perusahaan dan Umur Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-32.12867	8.905353	-3.607793	0.0005
DER	0.659515	0.191642	3.441385	0.0009
DKM4	-0.341654	1.777393	-0.192222	0.8480
SIZE	0.889518	0.317218	2.804124	0.0062
AGE	0.288658	0.032824	8.794065	0.0000

Sumber: Data diolah, 2013

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dilakukan, maka dapat diambil kesimpulan bahwa struktur pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009 -2011. Setelah memasukkan variabel ukuran perusahaan dan umur perusahaan ke dalam model regresi sebagai variabel kontrol serta membagi tingkat struktur pendanaan ke dalam dua kategori, pengaruh struktur pendanaan terhadap nilai perusahaan merupakan hubungan yang *nonmonotonic*. Di mana struktur pendanaan yang berada di bawah rata-rata struktur pendanaan industri mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan struktur pendanaan yang berada di atas rata-rata struktur pendanaan industri mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel kontrol ukuran perusahaan dan umur perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Variabel kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009-2011. Setelah memasukkan ukuran perusahaan dan umur

perusahaan sebagai variabel kontrol ke dalam model regresi serta membagi rentang kepemilikan manajerial ke dalam empat kategori, pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan merupakan hubungan yang *nonmonotonic*. Di mana kepemilikan manajerial yang berada dalam rentang $0 \leq 1\%$ memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kepemilikan manajerial yang berada dalam rentang $>1\% - \leq 2\%$, $>2\% - \leq 5\%$, dan $>5\%$ memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel kontrol ukuran perusahaan dan umur perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel kepemilikan manajerial tidak memoderasi hubungan antara struktur pendanaan dengan nilai perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009 -2011.

Berdasarkan pembahasan hasil penelitian yang diperoleh dari penelitian ini, di mana struktur pendanaan dan kepemilikan manajerial pada umumnya berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Saran yang dapat diberikan kepada pemilik atau pemegang saham adalah pemilik atau pemegang saham hendaknya memperhatikan jumlah saham yang dimiliki oleh manajemennya. Berdasarkan hasil penelitian ini, pemilik atau pemegang saham hendaknya memberikan kepemilikan saham kepada manajernya hingga rentang 1% dari jumlah saham yang beredar karena berdasarkan perhitungan statistik nilai perusahaan meningkat pada tingkat kepemilikan saham tersebut. Bagi manajemen perusahaan hendaknya lebih memperhatikan komposisi struktur pendanaan perusahaan. Karena struktur pendanaan perusahaan merupakan aspek penting yang akan dinilai oleh pasar ketika mereka akan melakukan investasi. Manajemen

perusahaan harus mampu menentukan struktur pendanaan optimal dengan memperhatikan *marginal cost* dan *marginal benefit* yang dihasilkan dari besarnya penggunaan utang yang digunakan untuk pembiayaan perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian ini diperoleh R^2 sebesar 8,8%, di mana hal ini menunjukkan bahwa terdapat faktor lain yang secara signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Bagi peneliti selanjutnya diharapkan mampu untuk melakukan penelitian yang sejenis dengan menambahkan beberapa variabel penelitian yang diduga dapat mempengaruhi nilai perusahaan, yang tidak terbatas pada struktur pendanaan dan kepemilikan manajerial saja.

REFERENSI

- Agnes. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. Dalam *Jurnal Manajemen*. 2(1).
- Analisa, Yangs. 2011. Pengaruh Ukuran Perusahaan, *Leverage*, Profitabilitas dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi Sarjana Jurusan Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro*, Semarang.
- Anggarini, Novita dan Ceacilia Srimindarti. 2009. Pengaruh Kepemilikan Saham Institusional dan Kebijakan Hutang Terhadap Kepemilikan Manajerial. Dalam *Jurnal Kajian Akuntansi*. 1(2): h: 133-152.
- Bandayuda, Ida Bagus Gde. 2011. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada PT. Bank BPD Bali Kantor CAPEM Teuku Umar Denpasar. *Tesis Program Magister Manajemen pada Program Pascasarjana Universitas Udayana*, Denpasar.
- Dewani, Trisna Hayuning. 2010. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal (Studi Perbandingan Pada Perusahaan Aneka Industri dan *Consumer Goods* Periode 200-2007. *Skripsi Sarjana Jurusan Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro*, Semarang.
- Dhankar, Raj S., and A Jit S Boora. 1996. Cost of Capital Optimal Capital Structure, and Value of Firm: An Empirical Study of Indian Companies. *Vikalpa*. 21(3): p: 29-36.

- Fama, Eugene F. 1978. The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders. *The American Economic Review*. 68 (3): p: 272-284.
- Febryana, Hana. 2013. Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Mekanisme *Corporate Governance* Terhadap Nilai Perusahaan. Dalam *Jurnal Akuntansi*. 1(1).
- Hadianto, Bram. 2008. Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Telekomunikasi Periode 200-2006: Sebuah Pengujian Hipotesis *Pecking Order*. Dalam *Jurnal Manajemen*. 7(2).
- Husnan, Suad. 2000. *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan*. Yogyakarta: BPFE.
- Jensen, Michael C. dan William H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3(4): p: 305-360.
- Kesuma, Ali. 2009. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan *Real Estate* yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia. Dalam *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. 11(1): h:38-45.
- Kusumajaya, Dewa Kadek Oka. 2011. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis* Magister Manajemen pada Program Pascasarjana Universitas Udayana. Denpasar.
- Marco, Garcia T. dan Carlos Ocana. 1999. The Effect of Bank Monitoring on the Investment Behavior of Spanish Firms. *Journal of Banking & Finance*. 23(11): p: 1579-1603.
- Mas'ud, Masdar. 2008. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan. Dalam *Jurnal Manajemen dan Bisnis*. 7(1): h:1-18.
- Morck, Randal, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal Financial Economics*. 20: p: 293-315.
- Ruan, Wejuan, Gary Tian, and Shiguang Ma. 2011. Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*. 5(3): p: 73-92.
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*. Edisi ke-4. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.

- Seftianne dan Ratih Handayani. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. Dalam *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 13(1): h: 39-56.
- Sofyaningsih, Sri, dan Pancawati Hardiningsih. 2011. Stuktur Kepemilikan, Kebijakan Deviden, Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. Dalam *Dinamika Keuangan dan Perbankan*. 3(1): h: 68-87.
- Sujoko, dan Ugy Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. Dalam *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. 9(1): h: 41-48.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. Dalam *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 5(1).
- Wiksuna, I Gusti Bagus, Ni Luh Putu Wiagustini dan Ida Bagus Panji Sedana. 2001. Manajemen Keuangan. Diktat Kuliah pada Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.