

STRUKTUR KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI DAN NILAI PERUSAHAAN

Misrah

Universitas Megarezky, Jl. Antang Raya No. 43 Telp. (0411) 492401-496401 Makassar

e-mail : misrahsosimm@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mensintesis dan menguji secara empiris pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dan keputusan investasi sebagai variabel *intervening*. Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan kurun waktu pengamatan mulai tahun 2016 sampai dengan tahun 2022. Metode pengumpulan data yang digunakan adalah *purposive sampling* dan diperoleh sebanyak 122 sampel perusahaan. selanjutnya pengujian terhadap seluruh hipotesis dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *path analysis* melalui paket program Amos 20.0.

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan mampu mengurangi kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik. Meningkatnya struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kenaikan nilai perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan, berpengaruh terhadap keputusan investasi. terakhir, temuan penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan investasi merupakan variabel mediasi hubungan kausalitas antara struktur kepemilikan, terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: Struktur kepemilikan, keputusan investasi dan nilai perusahaan.

Abstract

This study aims to synthesize and test empirically the effect of ownership structure on firm value and investment decisions as intervening variables. The population of this study were manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange with an observation period from 2016 to 2022. The data collection method used was purposive sampling and a sample of 122 companies was obtained. then testing of all hypotheses in this study is to use path analysis through the Amos 20.0 program package.

The findings of this study indicate that the ownership structure can reduce the tendency of managers to behave opportunistically. The increase in ownership structure affects the increase in firm value. The findings of this study indicate that ownership structure influences investment decisions. Finally, the findings of this study show that investment decisions are a variable mediating the causal relationship between ownership structure and firm value.

Keywords: Ownership structure, investment decisions and firm value.

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994; Fama dan French, 1998). Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan, dengan demikian keputusan-keputusan tersebut saling berkaitan satu dengan lainnya (Mbodja dan Mukherjee, 1994, dan Qureshi, 2006).

Teori organisasi dan korporasi modern dari Marshal (1920) dan Berle dan Means (1932) telah banyak diterapkan dalam perusahaan-perusahaan besar dan modern sampai saat ini. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus

terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management* sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan.

Perkembangan selanjutnya, *agency theory* menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai principal dan manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen dan Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; dan Shleifer dan Vishny, 1997). Asumsi dasar dalam *agency theory* adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan para pemegang saham.

Berdasarkan data awal yang diambil dan diolah dari ICMD tahun 2016-2022 tampak bahwa rata-rata perusahaan dengan proporsi kepemilikan saham manajerial yang besar mendapatkan nilai perusahaan (Tobins Q), rendah dibandingkan dengan kepemilikan manajerial yang rendah. Hal ini dapat dilihat dari tabel 1.3 di bawah ini.

Tabel 1 proporsi kepemilikan saham, Keputusan Investasi dan Nilai Perusahaan Manufaktur Periode Tahun

No	Keterangan	Manajerial	PER	Nilai Perusahaan
1	Inti Keramik Alam Asri Industri Tbk	0.013	271.3714	1.072
2	PT Trias Sentosa, Tbk.	0.011	38.18429	1.506
3	PT United Tractors Tbk.	0.014	3.804286	1.270
4	PT Indocement Tunggal Prakasa Tbk.	0.023	97.71143	1.067
5	PT Ades Water Indonesia Tbk.	0.028	335.5557	1.122
6	PT Unggul Indah Cahaya Tbk	0.019	145.4429	1.803
7	PT Delta Djakarta Tbk.	0.034	81.93714	1.014
8	PT Fast Food Indonesia Tbk.	0.026	21.32286	1.143
9	Sat Nusa Persada Tbk	0.114	-117.434	0.468
10	Darya Varia Laboratoria Tbk	0.139	77.56143	1.904
11	Indofarma Tbk	0.010	335.5557	1.034
12	PT Arwana Citramulia Tbk.	0.021	50.21143	1.161
13	PT Kedaung Indah Can Tbk.	0.010	102.5929	1.065

No	Keterangan	Manajerial	PER	Nilai Perusahaan
14	Mandom Indonesia Tbk	0.094	77.21857	1.862
15	Unilever Indonesia Tbk	0.014	198,26	48.845

Sumber ICDM Periode , Data diolah

Berdasarkan data pada table 1.3 diatas ada beberapa hal yang menjadi fenomena yang tidak sejalan dengan beberapa teori diantaranya PT. Unilever dengan proporsi kepemilikan manajerial 0.014 memiliki nilai perusahaan 48.845. sedangkan PT Indocement Tunggal Prakasa Tbk. dengan proporsi kepemilikan manajerial 0.023 memiliki nilai perusahaan 1.067 atau lebih besar dari Unilever. Padahal Shleifer dan Vishny (1986) berpendapat bahwa tingkat kepemilikan manejerial dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi nilai pasar perusahaan, dasar argumentasi ini adalah bahwa Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsider ownership*), sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Pernyataan tersebut menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham.

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Penelitian ini berbentuk penelitian survey yang bersifat *Explanatory Research* yaitu menjelaskan gejala yang ditimbulkan oleh suatu objek penelitian. Penelitian ini dilakukan karena proses penelitian dilakukan untuk mengkonfirmasi dan menguji hubungan antar variabel (*causal research*) yakni secara khusus akan dilakukan uji hipotesis dalam persamaan struktural (Sakaran, 2006). *Causal research* adalah penelitian yang dirancang untuk mengidentifikasi penyebab dan efek setiap hubungan antar variabel pada masalah penelitian yang telah jelas didefinisikan (Zikmund, 1994).

Penelitian ini menggunakan data pooling yaitu penggabungan antara data *time series* dan *cross section* untuk mendapatkan nilai pengaruh struktur kepemilikan manajerial, *free cash flow*, *leverage*, keputusan investasi dan kebbijakan deviden terhadap nilai perusahaan. Pengambilan data dilakukan dengan metode survei yaitu dengan memilih sampel di antara populasi yang ada berdasarkan karakteristik tertentu.

Populasi dan Sampel

Populasi

Populasi adalah kumpulan individu atau obyek penelitian yang memiliki kualitas serta ciri-ciri yang telah ditetapkan. Berdasarkan pada kualitas dan ciri-ciri tersebut, populasi dapat dipahami sebagai kelompok individu atau obyek pengamatan yang minimal memiliki satu persamaan karakteristik (Cooper dan Emory, 1980). Adapun populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan periode pengamatan mulai dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2016. Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa efek Indonesia sampai periode penelitian sebanyak 141 Perusahaan.

Alasan digunakannya rentang waktu ini adalah sebagai berikut: Pertama, penelitian ini menggunakan panel data atau *pooled data* yaitu gabungan antara *crosssection* data

dengan *time series* data. Jadi, semakin lebar rentang waktu yang digunakan, maka akan semakin banyak jumlah sampel yang dapat diperoleh; Kedua, data tahun 2010 digunakan sebagai awal periode, dengan harapan dapat diperoleh laporan keuangan dengan kondisi perusahaan yang lebih obyektif, karena relatif jauh dari krisis keuangan yang terjadi pada tahun 1997; Ketiga, data tahun 2016 digunakan sebagai akhir periode, karena pada waktu pengumpulan data, Bursa Efek Indonesia (BEI) terakhir menerbitkan ICMD untuk tahun 2016, yang memuat laporan keuangan perusahaan-perusahaan untuk tahun 2022. Selanjutnya, berdasarkan fenomena bisnis yang telah diuraikan pada Bab I, dapat diketahui bahwa jumlah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI antara tahun 2016 sampai dengan tahun 2022.

Berikut yang menggambarkan industri yang dijadikan Populasi dan yang menjadi sample penelitian ini.

Tabel 2 Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia

No	Sektor Industri	Tahun Penelitian						
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	Sektor Semen	3	3	3	3	4	5	5
2	Keramik, Porselen & Kaca	6	6	6	6	6	6	6
3	Sektor logam & sejenisnya	16	16	16	16	17	17	17
4	Sektor Kimia	10	10	10	10	10	10	10
5	Plastik dan Kemasan	12	12	12	11	11	13	13
6	Pakan Ternak	5	5	5	5	4	4	4
7	Kayu & Pengolahannya	2	2	2	2	2	2	2
8	Pulp & Kertas	9	9	9	9	9	8	8
9	Mesin dan Alat Berat	-	-	-	-	1	1	1
10	Otomotif & Komponen	12	12	12	12	12	12	12
11	Tekstil & Garment	17	17	17	18	18	17	17
12	Alas Kaki	3	3	3	3	2	2	2
13	Kabel	6	6	6	6	6	6	6
14	Elektronika	1	1	1	1	1	1	1
15	Makanan & Minuman	14	15	15	16	16	16	15
16	Rokok	3	3	3	4	4	4	4
17	Farmasi	9	9	9	9	10	10	10
18	Kosmetik & Barang Keperluan RT	5	4	4	4	4	4	4
19	Peralatan Rumah Tangga	3	3	3	3	3	4	4
	Jumlah	141	141	141	143	141	142	141

Sumber: Indonesian Capital Market Directory (2022)

Sample

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Metode *purposive* ini merupakan metode pengambilan sampel dimana peneliti memiliki kriteria atau tujuan tertentu terhadap sampel yang akan diteliti (Indriantoro, 1999). Adapun kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah, sebagai berikut: (1) perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 2010 sampai dengan tahun buku 2016; (2) perusahaan tersebut

membagikan dividen yang dapat diukur dengan *dividend payout ratio*; (3) tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh institusi (*institutional ownership*) dan manajer; (6) perusahaan tersebut mempunyai informasi yang berkaitan dengan berbagai pengukuran variabel, seperti: nilai perusahaan yang diproksi dengan *tobin's q*, Perilaku oportunitik manajerial yang proksi dengan *Leverage dan systemic risk, dan total asset*, keputusan investasi yang di proksi dengan *price earning ratio*, keputusan pendanaan yang diproksi dengan *Debt on equity ratio (DER)* dan Kebijakan deviden yang diproksi dengan *deviden payout ratio*.

Berdasarkan fenomena bisnis yang telah diuraikan pada Bab I, dapat diketahui bahwa jumlah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI antara tahun 2016 sampai dengan tahun 2022 adalah sebanyak 142 perusahaan. Selanjutnya, dikemukakan proses pemilihan sampel yang ditempuh dalam penelitian ini, dan disajikan pada Tabel 3.1 sebagai berikut:

Tabel 3 Proses Pemilihan sampel Penelitian Periode Tahun 2016-2022

No	Kriteria yang digunakan	Jumlah
1.	Perusahaan public yang listing sampai 2016	473
2.	Perusahaan yang bukan manufaktur	331
3.	Perusahaan manufaktur	142
4.	Perusahaan Manufaktur yang tidak listing berturut-turut selama periode	-14 128
5.	Perusahaan manufaktur yang tidak lengkap memenuhi persyaratan variabel selama periode	6
6.	Perusahaan yang layak dijadikan sampel	122

Sumber: *Indonesian Capital Market Directonary* yang diolah kembali

Berdasarkan Tabel 4.1 di atas, Kriteria jumlah sampel menggunakan jumlah sampel minimum yang dipersyaratkan. Untuk model SEM, jumlah minimal sampel yang dipersyaratkan 100 – 200 unit atau jumlah sampel minimal adalah 5 x variabel bebas / indikator, pendapat Hair (1999), ferdinand (2006), Ghozali (2007). sehingga total sampel yang digunakan adalah 107 perusahaan x 7 tahun = 749 unit yaitu dari tahun 2016– 2022. Jumlah perusahaan yang masuk dalam kriteria untuk dijadikan sampel sebanyak 122 perusahaan

Table 4 Sample penelitian Periode Tahun 2016-2022

Simbol	Nama Industri	Jumlah Perusahaan
1. <i>Cement (Ind31)</i>	Sektor Semen	4
2. <i>Ceramics (Ind32)</i>	Keramik, Porselen & Kaca	6
3. <i>Metal (Ind33)</i>	Sektor Logam & Sejenisnya	13
4. <i>Chemical (Ind34)</i>	Sektor Kimia	10

Simbol	Nama Industri	Jumlah Perusahaan
5. <i>Plastics (Ind35)</i>	Plastik dan Kemasan	12
6. <i>Animal (Ind91)</i>	Pakan Ternak	6
7. <i>Wood (Ind37)</i>	Kayu & Pengolahanny	2
8. <i>Pulp (Ind38)</i>	Pulp & Kertas	18
9. <i>Automotive (Ind42)</i>	Otomotif & Komponen	11
10. <i>Textile (Ind43)</i>	Tekstil & Garment	3
11. <i>Footwear (Ind44)</i>	Alas Kaki	1
12. <i>Electronics</i>	Elektronika	2
13. <i>Food (Ind51)</i>	Makanan & Minuman	8
14. <i>Tobacco (Ind52)</i>	Rokok	5
15. <i>Pharmace (Ind53)</i>	Farmasi	9
16. <i>Cosmetics(Ind54)</i>	Kosmetik & Barang Keperluan RT	4
17. <i>Houseware (Ind55)</i>	Peralatan Rumah Tangga	3
	Jumlah sampel perusahaan	122

Sumber: Indonesian Capital Market Directory

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu data yang dinyatakan dengan angka-angka yang menunjukkan besarnya nilai variabel yang diteliti. Sedangkan sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang didapat dari pihak lain yang telah menghimpunnya terlebih dahulu. Sumber data yang digunakan terdiri dari;

- 1) *Indonesian Capital Marker Directory (ICMD)*, terbitan tahun 2016 sampai dengan tahun 2022
- 2) Laporan tahunan (annual report) untuk semua perusahaan Manufaktur yang menjadi anggota sampel, untuk tahun 2016 sampai dengan tahun 2022;
- 3) *JSX Monthly Statistic*, untuk terbitan Januari tahun 2016 sampai dengan Desember tahun 2022.
- 4) Disertasi dan Jurnal-jurnal yang berkaitan dengan peneliitian ini

Berdasarkan dimensi waktu dan urutan waktu, penelitian ini bersifat *cross-sectional* dan *time series* atau disebut data panel (*data pooled*), karena selain mengambil sampel berupa kejadian pada suatu waktu tertentu juga mengambil sampel berdasar urutan waktu.

Metode dan Alat Analisis



Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model persamaan struktural atau *Structural Equation Modeling* (SEM) untuk mengetahui hubungan kausalitas antar variabel laten yang terdapat dalam persamaan struktural (Wijaya, 2009). Untuk menganalisis data hasil survei, menginterpretasi hasil penelitian serta untuk menguji hipotesis, maka digunakan analisis deskriptif, pengujian model pengukuran, pengujian model overall, pengujian model struktural serta pengujian hubungan variabel terobservasi.

Untuk memudahkan proses analisis digunakan beberapa program aplikasi statistik, antara lain SPSS versi 20 (*Statistical Program for Social Science*) dan AMOS (*Analysis Moment of Structure*) versi 20 yang merupakan paket dalam program SEM (*Structural Equation Model*).

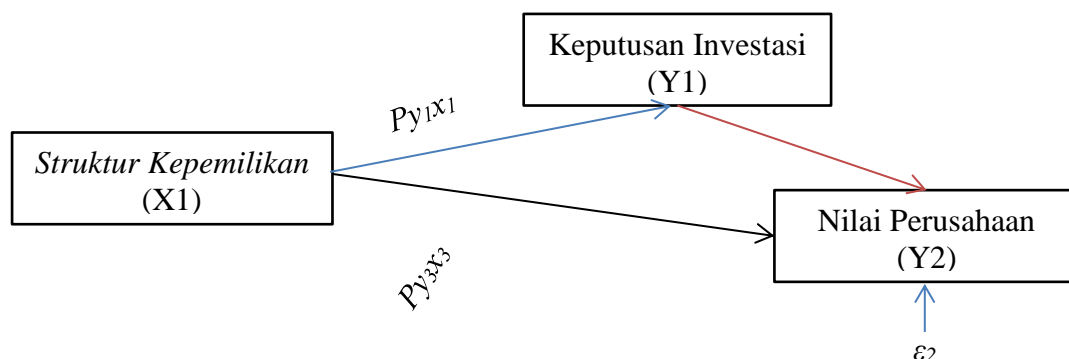
Adapun struktur yang digunakan berdasarkan kerangka penelitian empiris adalah sebagai berikut:

Diagram Jalur Pengujian Empiris

Hubungan kausalitas antara struktur kepemilikan, keputusan investasi dan nilai perusahaan disajikan dalam Gambar 4.1, sebagai berikut:

1. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Terhadap keputusan Investasi:
2. Pengaruh Struktur Kepemilikan, dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan :

$$Y_2 = \rho_{Y_3X_1} X_1 + \rho_{Y_3X_2} X_2 + \rho_{Y_3X_3} X_3 + \rho_{Y_3X_4} X_4 + \rho_{Y_2Y_3} Y_3 + \rho_{Y_2}\epsilon_2. \quad (3)$$



Selanjutnya untuk memudahkan dalam pengujian terhadap pernyataan hipotesis mediasi maka disusun table 5 yang menyajikan besar dan arah koefisien pengaruh langsung dan tidak langsung dari variabel Struktur kepemilikan (ONWN), terhadap *Tobin's q* yang dimediasi oleh, keputusan investasi, sebagai berikut:

Tabel 5

Pengaruh langsung dan tidak langsung own terhadap tobin's q yang dimediasi oleh per

KETERANGAN	Variabel Independen
	MOWN
Pengaruh langsung variabel exogen terhadap endogen (tobin's q)	$\rho_{Y_2 X_1}$

KETERANGAN	Variabel Independen
	MOWN
Pengaruh langsung variabel exogen terhadap PER	$\rho Y_1 X_1$
Pengaruh tidak langsung (melalui PER,) variabel exogen terhadap variabel endogen (<i>Tobin's q</i>)	$\rho Y_1 X_1$ $\rho Y_1 Y_2$

Berdasarkan hasil hitungan pada table 4.2 selanjutnya dibandingkan antara nilai koefisien pengaruh langsung dengan koefisien pengaruh tidak langsung atau koefisien pengaruh mediasi yaitu hasil perkalian 1. $(\rho Y_1 X_1)(\rho Y_4 Y_1)$ $(\rho Y_1 X_2)$ $(\rho Y_4 Y_1)$ $(\rho Y_1 X_3)$ $(\rho Y_4 Y_1)$ dan $(\rho Y_1 X_4)$ $(\rho Y_4 Y_1)$, 2. $(\rho Y_2 X_1)(\rho Y_4 Y_2)$ $(\rho Y_2 X_2)$ $(\rho Y_4 Y_2)$ $(\rho Y_2 X_3)$ $(\rho Y_4 Y_2)$ dan $(\rho Y_2 X_4)$ $(\rho Y_4 Y_2)$ dan 3. $(\rho Y_3 X_1)(\rho Y_4 Y_3)$ $(\rho Y_3 X_2)$ $(\rho Y_4 Y_3)$ $(\rho Y_3 X_3)$ $(\rho Y_4 Y_3)$. lebih besar dibandingkan dengan nilai koefisien pengaruh langsungnya yaitu $(\rho Y_4 X_1)$ $(\rho Y_4 X_2)$, $(\rho Y_4 X_3)$ dan $(\rho Y_4 X_4)$, hal ini menunjukkan bahwa pengaruh variabel exogen terhadap variabel endogennya dalam diagram jalur di atas adalah pengaruh yang dimediasi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Keputusan Investasi

Hasil pengujian hipotesis 1.1 menunjukkan variabel struktur kepemilikan manajerial terhadap keputusan investasi yang diproksi dengan *price earning ratio* berpengaruh positif dan signifikan sebesar 0.231 dengan P-Value 0.034 lebih kecil dari tingkat $\alpha = 0,5\%$. Ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial akan diikuti dengan meningkatnya keputusan investasi dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya keputusan investasi dianggap konstan.

Hasil ini menyatakan bahwa dengan adanya kepemilikan manajerial maka akan menimbulkan rasa memiliki sehingga manajer dalam pengambilan keputusan cenderung bertindak hati-hati, karena segala hasil dari investasi yang dilakukan baik yang menguntungkan atau tidak menguntungkan akan berimbas pada manajer selaku pemilik. Shleiver dan Vishny (1986) menyatakan bahwa seorang manajer yang diberikan saham (adanya kepemilikan manajerial) maka akan berpengaruh terhadap keputusan investasi. Gul dan Kealey (1999) dan wahyudi dan Hartini 2006 juga menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Bertolak dari kepentingan (peningkatan gaji dan status atau jabatan) seorang manajer dalam perusahaan, menyebabkan manajer cenderung mengambil keputusan (dalam hal ini keputusan investasi) yang intinya untuk memenuhi kepentingannya tanpa memperdulikan kepentingan para pemegang saham (*stokholders*). Sehingga dengan adanya Kepemilikan manajerial bertujuan untuk mengontrol keputusan investasi,

Dalam teori keagenan (*Agency theori*) oleh Jensen dan Meckling 1976 mengungkapkan adanya konflik antara pemilik yaitu pemegang saham dengan manajer. Konflik tersebut muncul sebagai akibat perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak. Sehingga kepemilikan managerial atau kepemilikan insider kemudian dipandang

sebagai mekanisme kontrol yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut. Dalam hal ini bahwa Kepemilikan saham oleh pihak internal, akan memaksa para manajer untuk menanggung risiko dari kekayaan yang mereka miliki sebagai konsekuensi bila melakukan kesalahan dalam mengelola perusahaan. Dengan demikian, para manajer akan semakin hati-hati dalam menempatkan dana untuk melakukan investasi, dan berusaha meminimumkan biaya keagenan yang pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Dalam hal kepemilikan manajerial, Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa kepemilikan saham yang besar dari segi nilai ekonomisnya memiliki insentif untuk memonitor. Secara teoritis ketika kepemilikan manajemen rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik. Jensen dan Meckling (1976), Mao (2003), Pawlina dan Renneboog (2005), dan Chen et al. (2006) mengungkapkan bahwa untuk mengurangi *agency problem*, pihak pemegang saham dapat membatasi kegiatan agen melalui pemberian insentif yang tepat, seperti peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Hal ini dapat diartikulasikan bahwa bahwa kepemilikan manajer atas saham perusahaan adalah untuk mengatasi konflik keagenan di dalam perusahaan, karena dengan melakukan pendanaan eksternal untuk meningkatkan proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan dapat memberikan insentif bagi manajer (*equity holders' risk-shifting incentive*).

Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang (Iturriaga dan Sanz, 1998) yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidak seimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan sebagai sebuah instrument untuk mengurangi konflik kepentingan diantara berbagai pemegang klaim. Pendekatan *asymmetric information* memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal (Leland dan Pyle, 1997).

Namun berbeda dari hasil penelitian Machmud dan Djakman (2008) yang menunjukkan hasil bahwa struktur kepemilikan manajerial memiliki arah hubungan yang negatif terhadap keputusan investasi. Menurut Machmud dan Djakman (2008) bahwa tidak semua pemilik saham manajerial menginginkan investasi yang tinggi, karena mereka juga menginginkan kesejahteraan melalui pembayaran dividen. Sedangkan investasi akan mengurangi dividen yang akan mereka terima.

Pengaruh struktur kepemilikan manajerial Terhadap Nilai perusahaan melalui keputusan investasi

Variabel struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan sebesar 0.013. dengan p-value sebesar 0.707 lebih besar dari tingkat $\alpha = 0,5\%$. Hasil pengujian menunjukkan Struktur Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh langsung signifikan terhadap Nilai Perusahaan, hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) menemukan bukti bahwa Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Ini mungkin disebabkan karena manajemen perusahaan tidak mempunyai kendali terhadap perusahaan. Terlebih rata-rata kepemilikan saham manajemen hanya sebesar 3,8%. Manajemen lebih banyak dikendalikan pemilik mayoritas sehingga manajemen

hanya sebagai perpanjangan tangan pemilik mayoritas dalam usahanya meningkatkan Nilai Perusahaan. (Adnantara, 2013).

Demsetz (1983); dan Fama dan Jensen (1983) menemukan adanya titik balik (*turning point*) dalam tahap atau stage tertentu, yang menunjukkan bahwa hubungan tersebut tidak selalu linier-positif. pada kepemilikan insider yang tinggi dan cenderung mengarah pada kepemilikan *blockholder mekanisme* tersebut akan berkurang efektivitasnya. Kondisi ini memunculkan *hipotesis Entrenchment*, oleh Fluck 1999, yang menyatakan kepemilikan insider yang tinggi akan berdampak pada munculnya kecenderungan manajer untuk bertindak demi kepentingannya sendiri. Hal ini terjadi disebabkan hak voting dan *bargaining power* yang semakin tinggi yang dimiliki oleh insider dalam penentuan kebijakan sehingga mengakibatkan pemilik tidak mampu menjalankan mekanisme kontrol dengan baik. Kondisi ini berdampak pada penurunan nilai perusahaan karena terjadi ketidaksamaan kepentingan antara manajer dan pemilik yaitu pemegang saham minoritas.

Dalam *agency theory* oleh Jensen dan Meckling, (1976). menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen dan Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; dan Shleifer dan Vishny, 1997). Asumsi dasar dalam *agency theory* adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan para pemegang saham.

Kemudian berdasarkan hasil perhitungan *Sobel test* menunjukkan bahwa variabel keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap hubungan antara struktur kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. dalam artian bahwa kepemilikan manajerial akan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan jika dimediasi oleh keputusan investasi. Hal ini mengindikasikan bahwa para investor berharap bagi para manajer perusahaan agar melakukan investasi hanya pada proyek-proyek yang menguntungkan, yaitu investasi yang mempunyai *net present value* positif. Dengan demikian, perusahaan harus menanggung tingkat risiko yang relatif tinggi, karena dalam teori manajemen keuangan ada *trade-off* antara risiko dan return. Jika tingkat risiko suatu investasi adalah lebih tinggi, maka tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan dari investasi tersebut juga tinggi.

Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Variabel keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sebesar 0.258 dengan p-value sebesar 0.000 lebih kecil dari tingkat $\alpha = 0,5\%$. Hal ini menandakan bahwa semakin besar keputusan investasi yang dikeluarkan oleh perusahaan akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan manufaktur. Dengan peningkatan nilai PER mengindikasikan bahwa keadaan perusahaan manufaktur sehat dan mengalami pertumbuhan. Keputusan yang dilakukan perusahaan manufaktur ke dalam bentuk investasi aktiva yang tinggi dianggap investor sebagai informasi yang baik. Dengan adanya keputusan investasi yang tinggi dari perusahaan maka keuntungan yang dimasa depan akan tinggi pula sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Informasi keputusan investasi yang tinggi memberikan sinyal yang baik kepada investor tentang nilai perusahaan.

Hasil pengujian ini mendukung *signaling theory* dari Miller dan Modigliani (1961) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. Dengan kata lain, Miller dan Modigliani berpendapat bahwa nilai perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan dari investasi, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi antara dividen dan laba yang ditahan. Pernyataan ini didukung pula oleh Black dan Scholes (1974), Pettit (1974) dan Miller dan Scholes (1983). Hasil penelitian Utama dan Santosa (1998) yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta menemukan bukti bahwa dari empat faktor fundamental yang dianalisis hanya faktor keputusan investasi yang mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan menguji pangaruh struktur kepemilikan, terhadap nilai perusahaan dengan keputusan investasi sebagai variabel intervening. Dengan menggunakan sampel 122 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2016 menghasilkan beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Struktur kepemilikan, berpengaruh terhadap keputusan investasi, Dengan demikian variabel struktur kepemilikan dapat menjalankan peranannya dalam memonitor secara efektif dan mengontrol setiap keputusan investasi yang dijalankan.
2. Struktur kepemilikan manajerial tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ini disebabkan karena manajemen perusahaan tidak mempunyai kendali terhadap nilai perusahaan. namun struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui keputusan investasi.
3. Keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

SARAN

Berdasarkan simpulan dan keterbatasan penelitian yang telah disampaikan sebelumnya, beberapa saran dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mendapatkan nilai perusahaan maka diperlukan berbagai upaya yang dilakukan oleh pihak manajer yaitu dengan meningkatkan struktur kepemilikan manajerial sehingga secara langsung dapat berkontribusi terhadap nilai perusahaan.
2. Beberapa factor yang di duga berpengaruh terhadap nilai perusahaan belum diakomodir pada penelitian ini, sehingga disarankan kepada peneliti selanjutnya untuk menambah variabel seperti inflasi, jumlah uang yang beredar; tingkat bunga; kurs valuta asing; dan kebijakan pemerintah lainnya, yang sangat dimungkinkan menjadi salah satu faktor diterminan yang signifikan bagi manajer dalam mengambil berbagai keputusan investasi.
3. Temuan Penelitian ini dapat menjadi dasar untuk penelitian lanjutan yang mengkaji tentang nilai perusahaan di masa yang akan datang.
4. Penelitian ini hanya menggunakan *pooled data*, yaitu gabungan antara *crosssection* data dan *time series* data sehingga dimungkinkan terjadi bias untuk hasil analisisnya. Keterbatasan dari penelitian ini diharapkan dapat membuka peluang bagi penelitian yang akan datang untuk mempertimbangkan model analisis data yang bersifat non linier, sebagai upaya untuk mendapatkan hasil analisis data yang lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Acker, Daniella, and Nigel W. Duck. 2013. "Do Investors Suffer from Money Illusion? A Direct Test of the Modigliani-Cohn Hypothesis." *Review of Finance* 17 (2): 565–96.
- Adnantara, Komang Fridagustina. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham dan Corporate Social Responsibility pada Nilai Perusahaan. *Buletin Studi Ekonomi*, 18(2): h: 107-113
- Fama, E.F., dan Jensen, M.C. (1983), "Agency problem and residual claims". *The Journal of Law and Economics*, Vol. 26: pp. 327-49.
- Farrar, D., dan Selwyn, L. (1967), "Taxes, Corporate Financial Policy dan Return to Investors". *National Tax Journal*, (Desember). pp. 444-454.
- Gregory, Aand Yuan-Hsin Wang. 2010. *Cash Acquirers: Free Cash Flow, Shareholder Monitoring, and Shareholder Returns*. Discussion Paper No: 10/07. University of Exeter, UK.
- Harris, M. and Raviv, A. 1991. "The Theory of Capital Structure". *The Journal of Finance*, Vol.46 pp.297-355.
- Hubbard, R. Glenn, Anil K. Kashyap, dan Toni M. Whited. (1995). *Internal Finance and Firm Investment*. *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(3), 683-701.
- Pawlina, Grzegorz dan Luc Renneboog. (2005). *Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK*. *European Financial Management*, 11(4), 483-513.
- Qureshi, Muhammad Azeem (2006), "System dynamics modelling of firm value". *Journal of Modelling in Management*. Vol. 2, No. 1, pp. 24-39
- Sudarma, Made, 2003, Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern, Faktor Ekstern, Terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, Disertasi Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Smith, Jr., Clifford W., dan Ross L. Watts (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies". *Journal of Financial Economics*, Vol. 32: pp. 263-292.
- Sujoko dan Soebiantoro, Ugy. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol 9: Hal. 41-48.
- Sujoko dan Soebiantoro, Ugy. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol 9: Hal. 41-48.
- Wahyudi, Untung dan Hartini Prasetyaning Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9*, Padang.