

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, STRATEGI DIVERSIFIKASI,
LEVERAGE, FAKTOR INTERN DAN FAKTOR EKSTERN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
(Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur Dan Non Manufaktur
Di Bursa Efek Jakarta)**

Dr. Sujoko, M.Si.

Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya

ABSTRACT

The main objective of the study is to examine the impact of ownership structure, diversification strategy, leverage, external factor, internal factor on the value of the firms in Jakarta Stock Exchange. It is argued that unlike the agency problem of advanced stock market, the agency problem in the Jakarta Stock Exchange is the divergence of interest between the minority holders and majority holders. This is because the Jakarta Stock Exchange is characterized, among other things, by the domination of large shareholders. The hypotheses are: (1) there are the impact of ownership structure, external factor, and internal factor on diversification strategy, (2) there are the impact of ownership structure, external factor, internal factor, and diversification strategy on leverage, (3) there are the impact of ownership structure, external factor, internal factor, leverage, diversification strategy on value of the firm. This study is to examine Agency Theory, Jensen and Meckling (1976),

Pecking Order Theory, Myers (1984), Trade Off Model and Signaling Theory (1979). Population in this study are public company listed in Jakarta Stock Exchange during 2000 – 2004. As many as 134 firms listed in Jakarta Stock Exchange were taken as a sample using a purposive sampling method. The data were then analyzed by the structural equation modeling (SEM) analysis, using the AMOS Program version 4.01. The results of this study show that (1) there are the impact of ownership structure, external factor, internal factor on diversification strategy, (2) there are the impact of ownership structure, diversification, external factor, internal factor on leverage, (3) there are the impact of ownership structure, external factor, internal factor, leverage, diversification on value of the firm.

The result of the study does not support the Agency Theory, from Jensen and Meckling (1976), but the result of the study supports Pecking Order Theory from Myers (1984), Trade off model and Signaling Theory from Battacharya (1979). The result of the study is hoped to contribute theoretically and practically. Theoretical contribution is bounded to

examine the Agency Theory from Jensen and Meckling (1976), Pecking Order Theory from Myers (1984), Trade off model and Signaling Theory from Battacharya (1979). The result of the study to indicate that practice public company in Indonesia is not concern with Agency Theory from Jensen and Meckling (1976). The result of the study indicates that Pecking Order Theory from Myers (1984). Trade Off Model and Signaling Theory from Battacharya,(1979) are concerned with the practice public company in Indonesia.

Key word: Diversification Strategy, Merger and Acquisition, Tobins'Q, Leverage

PENDAHULUAN

Jensen dan Meckling (1976) berargumentasi bahwa konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian. Konflik keagenan menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan akan mempengaruhi kekayaan dari pemegang saham sehingga pemegang saham akan melakukan tindakan pengawasan terhadap perilaku manajemen. Studi empiris yang meneliti strategi diversifikasi terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang bertentangan. Rumelt (1974) menemukan bukti bahwa *related diversification* mempunyai kinerja lebih baik dibanding *unrelated diversification*. Michael dan Shaked (1984) menemukan bukti bahwa *unrelated diversification* mempunyai kinerja lebih baik dari pada *related*. Lang dan Stulz (1974) menemukan bukti bahwa perusahaan terdiversifikasi secara negatif berhubungan dengan *tobin's q*, sebagai pengukur kinerja pasar. Servaes (1986) menemukan bukti bahwa perusahaan terdiversifikasi dijual secara diskon yang substansial dibanding segmen tunggal. Strategi diversifikasi akan berpengaruh terhadap pendanaan perusahaan sehingga akan berpengaruh kepada penentuan struktur modal perusahaan (Wibowo dan Erkaningrum, 2002). Diskusi dan perdebatan tentang hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan sampai saat ini masih berlangsung (Wibowo dan Erkaningrum, 2002). Secara singkat ada dua pandangan yang terus diperdebatkan oleh ahli-ahli keuangan di dunia. Pandangan pertama dikenal dengan pandangan tradisional yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Pandangan tradisional diwakili oleh dua teori yaitu *Trade off Theory* dan *Pecking Order Theory* (Wibowo dan Erkaningrum, 2002). Pandangan kedua dikemukakan oleh Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Walaupun diskusi tentang kedua pandangan tersebut terus berlangsung di kalangan akademisi, dalam praktek para manajer keuangan perusahaan lebih menerima pandangan tradisional untuk diterapkan dalam praktek bisnis mereka.

Struktur modal perusahaan diprediksi juga dipengaruhi oleh faktor ekstern dan faktor intern perusahaan. Variabel faktor ekstern dan faktor intern telah digunakan oleh Domian (1996) dan Mukerjee (1997) untuk mengukur pengaruhnya terhadap *stock return*. Sudarma (2003) juga menemukan bukti bahwa faktor ekstern dan faktor intern

berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dipengaruhi oleh konflik keagenan. Kinerja digunakan sebagai proksi besaran konflik keagenan yang bisa menyebabkan penurunan kekayaan pemegang saham. Struktur kepemilikan menjadi penting dalam teori keagenan karena sebagian besar argumentasi konflik keagenan disebabkan oleh adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan. Konflik keagenan tidak terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan seratus persen oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Struktur kepemilikan saham diprediksi berpengaruh dalam penentuan struktur modal. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham perusahaan cenderung akan mengurangi utang. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham, maka akan terjadi pengawasan yang efektif terhadap manajemen. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam melakukan peminjaman, sebab jumlah utang yang terlalu tinggi akan menimbulkan risiko *financial distress* sehingga nilai perusahaan akan menurun. Jumlah utang yang melewati titik optimalnya akan membuat penghematan pajak dari penggunaan utang lebih rendah dari pada nilai sekarang dari *financial distress* dan *agency cost (model trade off)*. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham perusahaan juga diprediksi akan meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan saham yang semakin terkonsentrasi akan membuat pengawasan yang dilakukan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif sehingga manajemen akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik yaitu ingin meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan institusi dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan (Shleifer dan Vishny, 1986). Shleifer dan Vishny berargumentasi bahwa perusahaan akan diawasi dengan baik oleh pihak institusi tersebut. Institusi memiliki para profesional dibidang investasi yang mengetahui bagaimana menilai suatu perusahaan dan melakukan pengawasan terhadap manajemen.

Dari uraian diatas dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut: apakah ada pengaruh struktur pemilikan, strategi diversifikasi, leverage, faktor intern dan faktor ekstern terhadap nilai perusahaan.

KERANGKA KONSEPTUAL DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kerangka Konseptual dan Model Hipotesis

Diversifikasi usaha yang banyak dilakukan perusahaan bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Namun dalam prakteknya, strategi diversifikasi usaha yang dilakukan perusahaan tidak selalu dapat meningkatkan nilai perusahaan. Beberapa penelitian juga menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham mempengaruhi strategi diversifikasi, namun penelitian lain justru menemukan sebaliknya, bahwa struktur kepemilikan saham tidak mempengaruhi strategi diversifikasi (Lane dkk., 1998, 1999). Penelitian empiris yang menemukan bahwa struktur kepemilikan mempengaruhi strategi diversifikasi salah satunya adalah Denis dkk. (1997). Denis dkk. (1997) secara empiris menemukan bahwa

terdapat hubungan negatif antara perusahaan yang terdiversifikasi dengan kepemilikan orang dalam perusahaan dan secara negatif berhubungan dengan kepemilikan mayoritas. Hubungan negatif ini dijelaskan oleh teori keagenan yaitu terdapatnya konflik kepentingan antara manajer dengan pemilik. Teori keagenan memprediksi jika manajer memperoleh keuntungan pribadi yang melebihi biaya, maka manajer akan melakukan strategi diversifikasi meskipun akan mengurangi kemakmuran pemilik. Kepemilikan orang dalam akan menjadikan kepentingan manajer sejalan dengan kepentingan pemilik, sehingga kepemilikan orang dalam akan berhubungan negatif dengan strategi diversifikasi.

Penelitian lain yang mendukung struktur kepemilikan mempengaruhi strategi diversifikasi adalah Amihud dan Lev (1981). Amihud dan Lev (1981) menemukan bahwa struktur kepemilikan saham mempengaruhi *merger* konglomerasi. Strategi diversifikasi yang dilakukan perusahaan akan mempengaruhi pendanaan yang dilakukan perusahaan. Dalam hal pembiayaan, secara teoritis perusahaan dihadapkan oleh berbagai macam pertimbangan. Salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan adalah *pecking order theory*, Myers (1984) yang mengemukakan adanya kecenderungan perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan atas dasar hirarki fisiko (*pecking order theory*). Baskin (1989) mengemukakan bahwa dari hasil pengamatan menunjukkan bahwa *pecking order theory* yang diusulkan oleh Donaldson (1961) nampak bisa menggambarkan tentang praktek perusahaan. Myers (1984) berpendapat bahwa keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* yang dikemukakan Donaldson pada tahun 1961 mengikuti urutan pendanaan sebagai berikut: (1) perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal, (2) perusahaan menyesuaikan target pembayaran deviden terhadap peluang investasi, (3) kebijakan deviden bersifat *sticky*, fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi berdampak pada aliran kas internal bisa lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi (4) bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan akan memilih sumber dana dari hutang karena dipandang lebih aman dari penerbitan ekuitas baru sebagai pilihan terakhir sebagai sumber untuk memenuhi kebutuhan investasi. Permasalahan tersebut akan diatasi oleh perusahaan dengan menggunakan sekuritas yang tidak dinilai rendah oleh pasar. Dengan demikian, perusahaan akan lebih memilih mendanai investasinya berdasarkan suatu urutan resiko. Bayless dan Diltz (1994) mengemukakan bahwa *pecking order* cenderung akan memilih *internal fund*, *riskless debt*, *risky debt* dan *equity*. Myers dan Majluf (1984), dan Myers (1984) mengacu terhadap masalah ini sebagai hipotesis *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal equity* terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external finance*, maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*. Struktur kepemilikan secara teoritis mempunyai hubungan dengan *leverage*. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham maka pengawasan yang dilakukan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman, sebab jumlah utang yang semakin meningkat

akan menimbulkan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan nilai perusahaan akan mengalami penurunan sehingga mengurangi kemakmuran pemilik.

Dari uraian diatas hipotesis penelitian yang diajukan sebagai berikut:

- H1 = Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap strategi diversifikasi
- H2 = Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap strategi diversifikasi
- H3 = Suku bunga berpengaruh negatif terhadap strategi diversifikasi
- H4 = Keadaan pasar modal berpengaruh positif terhadap strategi diversifikasi
- H5 = Pertumbuhan pasar berpengaruh positif terhadap strategi diversifikasi
- H6 = Profitabilitas berpengaruh positif terhadap strategi diversifikasi
- H7 = Pembayaran dividen berpengaruh negatif terhadap strategi diversifikasi
- H8 = Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap strategi diversifikasi
- H9 = Pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap strategi diversifikasi
- H10 = Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H11 = Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H12 = Suku bunga berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H13 = Keadaan pasar modal berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H14 = Pertumbuhan pasar berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H15 = Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H16 = Pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H17 = Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H18 = Pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H19 = Strategi diversifikasi berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H20 = Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H21 = Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H22 = Suhu bunga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan
- H23 = Keadaan pasar modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H24 = Pertumbuhan pasar berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H25 = Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H26 = Pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H27 = Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H28 = Pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H29 = Strategi diversifikasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H30 = Leverage berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang *listed* di BEJ. Pengambilan sampel dilakukan dengan *purposive sampling*, yaitu sampel yang memiliki kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan tercatat di BEJ tahun 2000-tahun 2004.
2. Data laporan keuangan tersedia berturut-turut untuk laporan tahun 2000 – tahun 2004. Kriteria ini diperlukan untuk memperoleh data informasi segmen bisnis, yang dipergunakan untuk menghitung *herfindahl index* sebagai ukuran diversifikasi perusahaan.
3. Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan auditan dengan menggunakan tahun buku yang berakhir pada tanggal 31 Desember.

Variabel Penelitian

Ada beberapa variabel endogen dan variabel eksogen dalam penelitian ini.

Variabel Endogen

1. Leverage (Struktur Modal)

Struktur modal adalah perbandingan nilai hutang dengan nilai modal sendiri yang tercermin pada laporan keuangan perusahaan akhir tahun. Variabel ini dinyatakan dalam rasio total hutang dengan penjumlahan total hutang dan modal sendiri pada neraca akhir tahun. Pengukuran ini mengacu dari penelitian Friend dan Lang (1988), Homaifar (1994), dan Sudarma (2003).

2. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan didefinisikan sebagai persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumberdaya pada tahun t yang tercermin pada harga saham tahun $t+1$. Pengukuran variabel nilai perusahaan adalah rasio kenaikan/penurunan harga saham tahun $t+1$ dengan nilai buku per saham pada neraca akhir tahun t . pengukuran ini sesuai dengan pengukuran yang digunakan dalam penelitian Miller (1961) dan Husnan (1994), dan Sudarma (2003).

3. Strategi Diversifikasi

Adalah strategi pertumbuhan perusahaan yang dimaksudkan untuk meningkatkan daya saing perusahaan, melalui pemilihan dan pengelolaan sejumlah bisnis yang bersaing dalam beberapa industri dan pasar produk dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Sulastri (2003).

Variabel Eksogen

1. Struktur Kepemilikan saham

Struktur kepemilikan saham adalah proporsi kepemilikan institusional dan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan.

2. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh institusi dalam hal ini institusi pendiri perusahaan, bukan institusi pemegang saham publik yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi intern. Pengukuran ini mengacu dari penelitian Sudarma (2003), Mohammad *et al.* (1988), Friend dan Hasbrouk (1988).

a. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan saham manajerial merupakan kepemilikan saham terbesar oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki manajemen. Pengukuran ini mengacu dari Keasey (1994), Mohammad *et al.* (1998) dan Sudarma (2003).

b. Tingkat suku bunga

Pengertian operasional variabel tingkat suku bunga adalah tingkat bunga kredit investasi dan tingkat bunga kredit modal kerja bank umum pemerintah rata-rata per tahun yang dibebankan kepada perusahaan atas penggunaan dana modal kerja dalam bentuk hutang jangka pendek dan dana investasi dalam bentuk hutang jangka panjang pada akhir tahun.

c. Keadaan pasar modal

Keadaan pasar modal merupakan besarnya nilai transaksi perdagangan di BEJ pada akhir tahun sebagai cermin perkembangan BEJ. Variabel keadaan pasar modal diukur dengan \ln dari nilai perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta pada akhir tahun. Semakin besar nilai transaksi perdagangan saham di pasar modal mencerminkan semakin berkembangnya pasar modal tersebut. Pengukuran ini didasarkan penelitian Sudarma (2003).

d. Pertumbuhan Pasar

Pertumbuhan pasar adalah persepsi tentang peluang bisnis yang tersedia di pasar yang harus direbut oleh perusahaan. Pertumbuhan pasar yang tinggi juga menunjukkan daya tarik industri suatu unit bisnis strategik semakin tinggi sehingga menarik perusahaan untuk melakukan kebijakan diversifikasi usaha. Pertumbuhan pasar ini diukur dari nilai rasio selisih volume penjualan industri pada tahun t dengan volume penjualan industri pada tahun $t-1$ dibagi dengan volume penjualan industri pada tahun $t-1$. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Sulastri (2003).

e. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan profit atau laba selama satu tahun yang dinyatakan dalam rasio laba operasi dengan penjualan dari

data laporan laba rugi akhir tahun. Semakin efisien suatu perusahaan maka akan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba usaha. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Titman (1988), Jensen et al. (1992) dan Moh'd (1998) dan Sudarma (2003).

f. Pembayaran dividen

Pembayaran dividen merupakan besarnya laba yang dibagikan kepada pemegang saham pada akhir tahun yang juga akan mencerminkan besarnya laba yang akan ditanamkan pada laba ditahan akhir tahun. Variabel ini dinyatakan dalam rasio dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham akhir tahun. Pengukuran variabel pembayaran dividen sesuai dengan pengukuran variabel pembayaran dividen pada penelitian Howard dan Brown (1992), Moh'd (1998) dan Sudarma (2003).

g. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan yang nampak dalam nilai total aktiva perusahaan pada neraca akhir tahun, yang diukur dengan $\ln(Ln)$ dari total aktiva. Pengukuran ini sesuai dengan pengukuran variabel ukuran perusahaan yang digunakan Friend and Lang (1988) dan Homaifar (1994), dan Sudarma (2003).

h. Pangsa pasar relatif

Pangsa pasar relatif adalah persepsi tentang kekuatan dan kelemahan perusahaan dibandingkan dengan pesaing utamanya di pasar. Pangsa pasar relatif menunjukkan besarnya pangsa pasar yang dikuasai perusahaan dibanding pesaing utamanya. Semakin besar pangsa pasar relatif berarti semakin kuat daya saing perusahaan dibanding pesaing utamanya. Pangsa pasar relatif ini diukur dari volume penjualan perusahaan tahun n dibagi dengan volume penjualan pesaing utama tahun n .

Data Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang terdiri dari:

1. Laporan keuangan 31 Desember 2000, 31 Desember 2001, 31 Desember 2002, 31 Desember 2003, 31 Desember 2004.
2. Harga saham akhir bulan pada tahun 2000 sampai dengan tahun 2004 dan harga saham akhir tahun 2000 sampai dengan tahun 2004 dan harga saham akhir tahun 2000 sampai dengan tahun 2004.
3. Data penjualan per segmen masing-masing perusahaan dan klasifikasi industri Indonesia (KLUI) untuk menghitung Herfindahl Indeks.

Hasil pengujian hipotesis

Hasil analisis SEM menggunakan AMOS 4,01 disajikan pada lampiran. Hasil uji terhadap koefisien perusahaan pada setiap jalur model struktural dapat dilihat pada tabel 1. sebagai berikut:

Tabel 1
Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Variabel independent	Variabel dependen	Koefisien path (p-value)	Keputusan
H ₁	Struktur kepemilikan saham	Strategi diversifikasi	0,402 (0,013)	Signifikan
H1A	Kepemilikan institusional	Strategi diversifikasi	0,128 (0,038)	Signifikan
H1B	Kepemilikan manajerial	Strategi diversifikasi	0,021 (0,716)	Tidak Signifikan
H ₂	Faktor ekstern	Strategi diversifikasi	0,186 (0,017)	Signifikan
H _{2A}	Suku bunga	Strategi diversifikasi	-0,398 (0,025)	Signifikan
H _{2B}	Kedadaan pasar modal	Strategi diversifikasi	0,104 (0,013)	Signifikan
H _{2C}	Pertumbuhan pasar	Strategi diversifikasi	0,188 (0,006)	Signifikan
H ₃	Faktor intern	Strategi diversifikasi	0,034 (0,048)	Signifikan
H _{3A}	Profitabilitas	Strategi diversifikasi	0,092 (0,000)	Signifikan
H _{3B}	Dividen	Strategi diversifikasi	-0,013 (0,556)	Tidak Signifikan
H _{3C}	Ukuran perusahaan.	Strategi diversifikasi	0,135 (0,001)	Signifikan
H _{3D}	Pangsa pasar relatif	Strategi diversifikasi	0,155 (0,098)	Signifikan

Hipotesis	Variabel independent	Variabel dependen	Koefisien path (p-value)	Keputusan
H ₄	Struktur kepemilikan saham	Leverage	-0,177 (0,042)	Signifikan
H _{4A}	Kepemilikan institusional	Leverage	-0,107 (0,008)	Signifikan
H _{4B}	Kepemilikan manajerial	Leverage	0,011 (0,309)	Tidak Signifikan
H ₅	Faktor ekstern	Leverage	0,108 (0,004)	Signifikan
H _{5A}	Suku bunga	Leverage	-0,401 (0,000)	Signifikan
H _{5B}	Keadaan pasar modal	Leverage	0,261 (0,610)	Tidak Signifikan
H _{5C}	Pertumbuhan pasar	Leverage	0,380 (0,010)	Signifikan
H ₆	Faktor intern	Leverage	0,186 (0,000)	Signifikan
H _{6A}	Profitabilitas	Leverage	-0,201 (0,004)	Signifikan
H _{6B}	Dividen	Leverage	0,047 (0,001)	Signifikan
H _{6C}	Ukuran perusahaan.	Leverage	0,051 (0,041)	Signifikan
H _{6D}	Pangsa pasar relatif	Leverage	0,062 (0,504)	Tidak Signifikan
H ₇	Strategi Diversifikasi	Leverage	0,108 (0,000)	Signifikan
H ₈	Struktur kepemilikan saham	Nilai Perusahaan	-0,084 (0,038)	Signifikan
H _{8A}	Kepemilikan institusional	Nilai Perusahaan	-0,106 (0,014)	Signifikan
H _{8B}	Kepemilikan manajerial	Nilai Perusahaan	0,047 (0,677)	Tidak Signifikan
H ₉	Faktor ekstern	Nilai Perusahaan	0,702 (0,022)	Signifikan
H _{9A}	Suku bunga	Nilai Perusahaan	-0,098 (0,001)	Signifikan
H _{9B}	Keadaan pasar modal	Nilai Perusahaan	0,252 (0,005)	Tidak Signifikan
H _{9C}	Pertumbuhan pasar	Nilai Perusahaan	0,156 (0,007)	Signifikan
H ₁₀	Faktor intern	Nilai Perusahaan	0,134 (0,004)	Signifikan
H _{10A}	Profitabilitas	Nilai Perusahaan	0,205 (0,000)	Signifikan
H _{10B}	Dividen	Nilai Perusahaan	0,048 (0,008)	Signifikan

H _{10C}	Ukuran perusahaan.	Nilai Perusahaan	0,012 (0,002)	Signifikan
H _{10D}	Pangsa pasar relatif	Nilai Perusahaan	0,155 (0,001)	Signifikan
H ₁₁	Strategi Diversifikasi	Nilai Perusahaan	-0,138 (0,007)	Signifikan
H ₁₂	Leverage	Nilai Perusahaan	-0,391 (0,000)	Signifikan

Sumber : Hasil Analisis

PEMBAHASAN DAN KESIMPULAN

Berdasarkan analisis hasil penelitian, kerangka teoritis dan data empiris maka dapat dilakukan pembahasan sebagai berikut:

1. Pengaruh Kepemilikan Saham Institusional Terhadap Strategi Diversifikasi

Variabel kepemilikan saham institusional mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap strategi diversifikasi. Temuan dalam penelitian ini tidak mendukung *agency theory*, Jensen dan Meckling (1976). Berdasarkan teori keagenan, diprediksi terjadi pemisahan yang jelas antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa belum terjadi pemisahan yang jelas antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan. Peranan pendiri perusahaan masih sangat dominan dalam menentukan kebijakan perusahaan.

2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Strategi Diversifikasi

Variabel kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap strategi diversifikasi. Temuan penelitian ini tidak mendukung *agency theory*, Jensen dan Meckling (1976) yang menjelaskan bahwa terjadi pemisahan yang jelas antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengendalian. Temuan penelitian ini menemukan bahwa tidak terjadi pemisahan yang jelas antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan.

3. Pengaruh Suku Bunga Terhadap Strategi Diversifikasi

Variabel tingkat suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap strategi diversifikasi. Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Sulastri (2003) yang menemukan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap strategi diversifikasi usaha. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa tinggi rendahnya tingkat bunga diper timbangkan perusahaan dalam menentukan strategi diversifikasi.

4. Pengaruh Variabel Keadaan Pasar Modal terhadap Strategi Diversifikasi

Variabel keadaan pasar modal mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap strategi diversifikasi. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa semakin meningkat per-

dagangan saham di BEJ maka akan berpengaruh terhadap keinginan perusahaan untuk melakukan kebijakan diversifikasi usaha. Perdagangan saham yang semakin meningkat menunjukkan gairah investor untuk membeli saham semakin meningkat sehingga perusahaan akan semakin mudah melakukan akses pendanaan melalui pasar modal.

5. Pengaruh Variabel Pertumbuhan Pasar Terhadap Strategi Diversifikasi

Variabel pertumbuhan pasar mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap strategi diversifikasi. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa semakin meningkat pertumbuhan pasar suatu unit usaha strategik, maka perusahaan cenderung melakukan diversifikasi usaha.

6. Pengaruh Variabel Profitabilitas Terhadap Strategi Diversifikasi

Variabel profitabilitas mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap strategi diversifikasi. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan publik yang *profitable* akan mampu memupuk modal sehingga akan tertarik untuk melakukan diversifikasi usaha. Temuan penelitian ini juga mendukung *pecking order theory*, Myers (1984) yang menyatakan bahwa dalam melakukan pembiayaan, perusahaan mendasarkan pada urutan dari laba yang ditahan, kemudian hutang dan yang terakhir melalui emisi saham baru.

7. Pengaruh pembayaran dividen terhadap strategi diversifikasi

Variabel pembayaran dividen tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap strategi diversifikasi. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen bukan merupakan variabel yang dipertimbangkan perusahaan dalam melakukan kebijakan diversifikasi usaha.

8. Pengaruh Variabel Ukuran Perusahaan Terhadap Strategi Diversifikasi

Variabel ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap strategi diversifikasi. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang berskala besar mempunyai kecenderungan untuk melakukan diversifikasi usaha.

9. Pengaruh Variabel Pangsa Pasar Relatif Terhadap Strategi Diversifikasi

Variabel pangsa pasar relatif mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap strategi diversifikasi. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa jika perusahaan mempunyai daya saing yang lebih tinggi dibanding pesaing utamanya maka ada kecenderungan perusahaan tersebut melakukan diversifikasi usaha.

10. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap *leverage*

Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Temuan ini konsisten dengan temuan Sudarma (2003), Moh'd et al. (1998). Semakin meningkat kepemilikan institusional diharapkan semakin kuat kontrol terhadap manajemen. Bila biaya moni-

toring tersebut tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga yaitu *debt holder* untuk membantu melakukan pengawasan.

11. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *leverage*

Variabel kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *leverage*. Temuan penelitian ini juga tidak mendukung *agency theory*, Jensen dan Meckling (1976) yang menjelaskan tentang adanya pemisahan yang jelas antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan.

12. Pengaruh tingkat suku bunga terhadap *leverage*

Variabel suku bunga berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Semakin tinggi suku bunga akan mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman sehingga *leverage* akan menurun. Temuan penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Sudarma (2003) yang menemukan bahwa variabel suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*.

13. Pengaruh keadaan pasar modal terhadap *leverage*

Keadaan pasar modal tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Semakin bergairah pasar modal ternyata tidak mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman ke bank. Fenomena ini adalah menarik untuk kita kaji. Banyak perusahaan besar di Indonesia yang masih menggantungkan dirinya pada pembiayaan dari sektor perbankan.

14. Pengaruh pertumbuhan pasar terhadap *leverage*

Pertumbuhan pasar berpengaruh positif terhadap *leverage*. Semakin tinggi pertumbuhan pasar maka peluang bisnis perusahaan semakin besar. Peluang bisnis yang semakin besar akan memerlukan *assets* strategis dalam jumlah yang cukup besar sehingga akan mempengaruhi strategi pembiayaan yang salah satunya melalui pinjaman bank.

15. Pengaruh profitabilitas terhadap *leverage*

Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Temuan ini mendukung teori struktur modal yaitu *pecking order theory*. Semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka akan semakin tinggi pula laba yang ditahan. Tingginya laba yang ditahan akan mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman ke bank sehingga *leverage* akan menurun.

16. Pengaruh pembayaran dividen terhadap *leverage*

Variabel pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory*, dimana dalam melakukan pembiayaan, perusahaan mendasarkan pada urutan dari laba yang ditahan, kemudian hutang dan yang terakhir adalah emisi saham baru.

17. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap leverage

Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*. Perusahaan besar mempunyai *assets* dalam jumlah besar. Besarnya *assets* yang dimiliki perusahaan bisa dijadikan jaminan untuk memperoleh pinjaman dari bank, sehingga perusahaan besar akan terdorong untuk melakukan peminjaman dan *leverage* akan meningkat.

18. Pengaruh pangsa pasar relatif terhadap leverage

Pangsa pasar relatif tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Temuan penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Sulastri (2003) yang menemukan bahwa variabel pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap *leverage*. Temuan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa dalam melakukan peminjaman, perusahaan tidak mempertimbangkan bagaimana daya saing perusahaan di pasar.

19. Pengaruh strategi diversifikasi terhadap leverage.

Strategi diversifikasi berpengaruh positif terhadap *leverage*. Perusahaan bisa melakukan akuisisi yaitu dengan membeli perusahaan yang sudah ada sebelumnya. Cara ini membutuhkan dana dalam jumlah yang besar. Kebutuhan dana dalam jumlah yang besar ini bisa dipenuhi dari pinjaman bank. Jika uang tunai yang dibutuhkan untuk membiayai unit strategik ini berasal dari pinjaman bank maka hal ini disebut dengan *leverage buyout* (LBO).

20. Pengaruh Kepemilikan Saham Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini tidak konsisten dengan teori keagenan, yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan, karena perusahaan akan diawasi dengan lebih baik oleh pihak institusi yang menanamkan dananya pada perusahaan tersebut. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa dengan adanya kepemilikan mayoritas oleh institusi maka hal ini berpotensi untuk menimbulkan benturan dengan pemilik minoritas sehingga dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Temuan penelitian ini tidak mendukung temuan penelitian Demsetz dan Lehn (1985), Pound (1988), Mc Conell dan Servaes (1990) yang menemukan bahwa konsentrasi kepemilikan menghilangkan konflik kepentingan antara pemilik dan manajer, karena insentif yang dimiliki pemilik untuk memonitor manajer.

21. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini tidak mendukung *agency theory*, Jensen dan Meckling (1976) yang memprediksi bahwa kepemilikan manajerial akan mengurangi konflik keagenan karena kepentingan manajemen dengan pemilik menyatu.

22. Pengaruh Variabel Suku Bunga Terhadap Nilai perusahaan

Variabel tingkat suku bunga mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa dalam membeli saham perusahaan, investor mempertimbangkan bagaimana perkembangan tingkat suku bunga.

23. Pengaruh Keadaan Pasar Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel keadaan pasar modal mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa para pemodal di Indonesia yaitu pemodal asing dan pemodal domestik secara umum akan mempertimbangkan faktor perkembangan pasar modal dalam membeli saham.

24. Pengaruh Variabel Pertumbuhan Pasar Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel pertumbuhan pasar mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini mendukung *signaling theory*. Battacharya (1979) yang menyatakan bahwa pertumbuhan pasar merupakan *signal* bahwa perusahaan mempunyai prospek bagus di masa yang akan datang.

25. Pengaruh Variabel Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel profitabilitas mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini mendukung *signaling theory*, Battacharya (1979) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai *earning* yang semakin meningkat merupakan *signal* bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek bagus di masa yang akan datang.

26. Pengaruh Pembayaran Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mendukung hasil penelitian Sujoko (1999) yang menemukan bahwa pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap retur saham. Temuan dalam penelitian ini konsisten dengan *signaling theory*, Battacharya (1979) yang menyatakan bahwa seorang manajer yang mempunyai informasi lebih mendalam menggunakan dividen untuk menginformasikan kepada investor tentang kualitas *earnings*.

27. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian Sudarma (2003) dan Ratnawati (2001). Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa investor mempertimbangkan ukuran perusahaan dalam membeli saham. Ukuran perusahaan dijadikan patokan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kinerja bagus.

28. Pengaruh Variabel Pangsa Pasar Relatif Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel pangsa pasar relatif mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa dalam melakukan pembelian saham banyak investor yang mempertimbangkan pangsa pasar relatif.

29. Pengaruh Strategi Diversifikasi Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel strategi diversifikasi mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Temuan dalam penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Rumelt (1974), Michael dan Shaked (1984) yang menemukan bahwa strategi diversifikasi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian Rumelt (1984) menemukan bahwa diversifikasi berhubungan mempunyai kinerja lebih baik dari pada diversifikasi tidak berhubungan. Sedangkan hasil penelitian Michael dan Shaked (1984) menemukan bahwa diversifikasi tidak berhubungan mempunyai kinerja lebih baik dari pada diversifikasi berhubungan.

30. Pengaruh *Leverage* Terhadap Nilai Perusahaan

Variabel *leverage* mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung teori struktur modal model *trade off* yang menyatakan bahwa jumlah hutang yang semakin meningkat akan menurunkan nilai perusahaan. Argumentasi yang mendasari hal ini karena diprediksi nilai sekarang *financial distress cost* dan *agency cost* melebihi penghematan pajak dari penggunaan hutang.

IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Konsentrasi kepemilikan dalam penelitian ini hanya pada perusahaan domestik dan belum mengakomodir kepemilikan mayoritas oleh investor asing. Penelitian mendatang perlu meneliti kepemilikan oleh asing. Penelitian ini belum bisa memberikan informasi sejauh mana konsentrasi kepemilikan dapat dikurangi. Penelitian ini juga belum membedakan jenis-jenis strategi diversifikasi yang dilakukan perusahaan. Penelitian yang akan datang perlu membedakan jenis jenis diversifikasi yang dilakukan perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A. (1998). Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firm in The UK. *Journal of Business Finance & Accountin.* 25: 1127-1155.
- Amihud, Yakov dan Baruch Lev, 1981. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *Bell Jour of Economics* 1. 605-617.

- Amihud, Yakov dan Baruch Lev, 1999. Does Corporate Ownership Structure affect its strategy towards diversification?. *Strategic management Journal* 20. 1063-1069.21.
- Ang, James S., Rebel A. Cole, dan James Wuh Lin, 2000. Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance* 55 (1), 81-106.
- Barclay MJ, and Smith CW, 1995. *The Maturity Structure of Corporate Debt*. The Journal of Finance. Vol. L. No. 3 pp. 609-631.
- Copeland, T.E. dan J. F. Weston (1992). *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison- Wesley.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity : a Study of Corporate Debt Policy and The Determination of Corporate Debt Capacity*. Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.
- Emery, D.R., Finnerty, J.D., 1997. *Corporate Financial Management*. United States of America. Prentice Hall International Inc.
- Fama, E.F. (1974). The Empirical Relationship Between the Dividend and Investment Decisions if Firms. *American Economic Revie.*, 64:304-318.
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M. Gaver, 1993. *Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compension Policies*. Journal of Accounting and Economics 16,-125-160.
- Ghos A, Cai F, 1999. *Capital Structure: New Evidence of Eptimality and pecking Order Theory*. American Business Review.
- Gilson Stuart C., 1997. *Transaction Cost and Capital Structure Choic: Evidence From Financially Distressed firm*. The Journal of Finance Vol. VII. No. 1 March 1997.
- Barclay MJ, and Smith CW, 1995. *The Priority Structure of Corporate Liabilities*. The Journal of Finance. Vol. L. No. 3 pp. 899-917.
- Gill, J., J.P. Green (1993). *Dividend Policy and its Relationship to Investment and Financing Pilicies: UK Empirical Evidence*. Working Paper (University of Ulster).
- Greene, W.H. (1993). *Econometric Analysis*. 2nd ed., Macmillan.

- Harris, M., dan A. Raviv (1991). the Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*. March, 297-355.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow. Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*. 76:323-329.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976). *theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure*. Journal of Finance Economics 3, 305-360.
- Larry Lang, Elijek, Renc M Stulx, 1994. *Leverage, Investment, and Firm Growth*. Journal of Financial Economics.
- Lee Kc, Kwok CCY, 1988. *Multination Corporation VS. Domestic Corporation: International Enviromental Factors and Determinats of Capital Structure*. Journal of International Business Stucies, pp. 195-217.
- Lins dan Servaes (1999). International evidence on the value of corporate diversification. *Journal of Finance* 34: 549-561.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Association*. May :94-98
- Michael dan Shaked (1984). Does business diversification affect performance. *Financial Management* Winter. 18-24.
- Modigliani F. Miller MH (1958). *The Cost Of Capital, Corporae finance and the Theory of Investement* . The American Economics review. Vol. XIVIII. No. 3: 261-297.
- Myers, S (1984). *The capital structure puzzle*. *Journal of Finance* , Vol XXXIX July.
- Myers, S and Majluf (1984). *Corporate Financing and Investment Decision When Firms have information Investors Do not Have*. *Journal of Finance Economics* 13; 187-221.
- Prowsen, Stephen (19880). *Corporate Governance, Emerging issues and Lessons frem East Asia*.
- Rumelt, Ricahard (1974). *Strategy, Structure and Economic Performance*. Boston Mass: Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Smith, Michael P (1996). *Shareholder activision by institusional investor, evidence from Calpers*. *Journal of Finance*. Vol. XII , no. I.

- Sudarma, made (2003). *Pengaruh Struktur Kepemilikan saham, Faktor Intern, Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan*. Disertasi program Pasca sarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Sujoko (1999). *Analisis kandungan Informasi Dividen, pengaruhnya terhadap return saham*. thesis Program Pasca Sarjana Universitas Gadjahmada Yogyakarta.
- Sulastri (2003). *Diversifikasi atau Fokus, dampaknya terhadap kinerja perusahaan*. Disertasi Program Pasca sarjana Universitas Diponegoro Semarang.
- Shleifer dan Vishny (1997). *A Survey of Corporate Governance*. *The Journal of Finance* 52, 737-783.
- Theobald, M (1978). *Intertemporal Dividends Models, An Empirical Analysis Using recent UK data*. *Journal Of Business Finance and Accounting* . 5: 123- 132.
- Undang- Undang No. I Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas.
- Undang- undang No. 8 tahun 1995 Tentang Pasar Modal.
- Walsh dan Seward (1990). *On the efficiency of internal and external corporate control mechanism*, *Academy of management Review* 15; 421-458.
- Weston, J fred and Brigham, F Eugene (1994). *Essential of management Finance*. *The Dryden Press, A Division of Holt, Rinehart and Winston, Inc.*
- Wibowo, Erkaningrum (2002). *Analisis hubungan Dividen, financial Leverage dan Investasi dalam pengujian Hipotesis Pecking Order*. *Journal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 16: 33- 54.
- Wilopo dan Mayangsari (2002). *Pengaruh Struktur kepemilikan, Perilaku manajemen laba, Free cash flow dan Economic value added*. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*.