

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN LABA DENGAN NILAI
PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DEVIDEN SEBAGAI
VARIABEL INTERVENING DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN
2011 - 2013**

Zumrotun Nafiah

Dosen Tetap STIE Semarang

ABSTRACT

This study aims to investigate the mediation effect of dividend policy in the relationship between ownership structure and earning with firm value. Data collection was obtained from manufacturing companies that listed at Indonesia Stock Exchange. From 56 manufacturing firms which pay dividend, obtained 126 companies that pay dividends during the observation period and then tested with path analysis.

The results showed that the ownership structure had significantly negative effect on dividend policy, while earning did not effect on dividend policy. The results also showed that ownership structure does not influence firm value, while earnings have a positive and significant effect on firm value. Dividend policy is a variable that mediates relationship between ownership structure with firm value but not mediates relationship between earnings with firm value.

The study concluded that investors in Indonesia still tend to orient to "the bird in the hand theory", investors prefer to invest when dividend was given so it was could effect on the firm value.

Keywords: ownership structure, earnings, dividend policy, firm's value.

PENDAHULUAN

Dividen adalah pembagian laba kepada pemegang saham berdasarkan banyaknya saham yang dimiliki. Pembagian deviden menyebabkan berkurangnya laba ditahan dan kas perusahaan. Dividen merupakan tingkat pengembalian investasi para pemegang saham atau investor. Pembagian dividen menurut pihak manajemen merupakan arus kas keluar yang menyebabkan berkurangnya kas perusahaan. Pembagian dividen yang relatif besar oleh perusahaan akan dianggap investor sebagai sinyal positif terhadap perkembangan perusahaan di masa yang

akan datang. Dividen yang tidak dibagi dianggap sebagai sinyal negatif oleh investor atas perkembangan perusahaan di masa mendatang.

Kebijakan pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan, secara tersirat diatur dalam konflik keagenan antara *agent* (manajemen) dan *principal* (pemegang saham). Dividen merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi peningkatan pemberian dana di pasar modal. Intidari fungsi pendanaan dalam pandangan manajerial adalah bagaimana perusahaan menentukan sumber dana yang optimal untuk mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Kebijakan dividen berkaitan dengan kebijakan penetapan yang akan dibagikan pada pemegang saham.

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada system kendali perusahaan. Kepemilikan saham institusi dan kepemilikan manajerial merupakan kelompok pemegang saham mayoritas. Pemegang saham mayoritas memiliki fungsi melakukan kegiatan *monitoring* terhadap perilaku manajerial yang cenderung bersikap menguntungkan diri sendiri. Di lain sisi, kegiatan manajemen dibutuhkan untuk mencapai tujuan perusahaan, yang akan berakibat pulaterhadap peningkatan pembayaran dividen perusahaan. Adanya perbedaan proporsisaham yang dimiliki oleh investor luar dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, karena perusahaan akan melakukan pemerataan pembayaran dividen kepada setiap pemegang saham. Goergen, *et al.*, (2005) menyatakan bahwa ketika dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada investor besar, maka dapat dikatakan bahwa investor tersebut merupakan pemegang saham mayoritas yang memiliki hak untuk melakukan kontrol terhadap *corporate governance* perusahaan. Kontrol efektif dari para pemegang saham mayoritas memungkinkan mereka untuk mempengaruhi keputusan bagaimana perusahaan dijalankan dan juga mengenai kebijakan yang dihasilkan oleh perusahaan.

Penelitian Nuringsih (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen di Indonesia, tetapi tidak dengan penelitian Dewi (2008), dan Wahyudi dan Baidori (2008). Kepemilikan

institusional dalam penelitian Amidu dan Abor (2006) dan Dewi (2008) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dengan kebijakan dividen. Namun penelitian yang dilakukan oleh Djumahir (2009) menunjukkan sebaliknya kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Faktor lain yang juga mempengaruhi kebijakan dividen adalah laba karena dividen dibayarkan dari laba bersih perusahaan, namun ada dua arah untuk melihat persoalan ini. Dividen dapat digunakan sebagai prediktor laba, sebaliknya laba juga dapat digunakan sebagai prediktor dividen. Konsep laba dan dividen saling berkaitan karena keduanya saling menentukan nilai satu sama lain. Laba menjadi hal terpenting untuk memberikan sinyal seberapa besar perusahaan terlibat dalam pelayanan peningkatan nilai perusahaan (Shah dkk, 2010).

Nilai perusahaan jadi dapat dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Penelitian Rika (2010) menunjukkan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan dividen dan profitabilitas. Menurut *Theory Bird In The Hand* besar dividen yang dibagikan oleh perusahaan akan mempengaruhi harga saham karena investor lebih menyukai *return* yang diperoleh dari dividen dibanding dari *capital gain*. Penelitian ini bermaksud mengetahui efek mediasi dari kebijakan dividen pada hubungan antara laba dan struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2011-2013.

TELAAH PUSTAKA

Kebijakan dividen

Dividen merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham dalam berbagai bentuk. Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang kontroversial karena: bila dividen ditingkatkan arus kas untuk investor akan meningkat dan akan menguntungkan investor, dengan peningkatan dividen laba ditahan yang direinvestasi dan pertumbuhan masa depan akan menurun sehingga merugikan investor (Sawir, 2004: 137).

Menurut Guinan (2009:96) *dividend payout ratio* (DPR) merupakan persentase keuntungan yang dibagikan ke pemegang saham dalam bentuk dividen.

Adapun rumusnya: dividen tahunan per saham dibagi laba per saham, atau sama dengan dividen dibagi laba bersih. DPR merupakan rasio pembayaran yang memberikan gambaran seberapa besar laba mendukung pembagian dividen. Semakin mapan perusahaan, semakin besar keinginannya mencatatkan rasio pembayaran dividen yang tinggi.

Beberapa teori yang relevan dalam kebijakan dividen dikemukakan oleh Suherli dan Harahap (2004: 230), antara lain: *smoothing theory*, *dividend irrelevance theory*, *bird-in-the-hand theory*, *tax preference theory*, *clientele effect theory*. Berdasarkan konsep-konsep tersebut, perusahaan dapat melakukan hal-hal sebagai berikut:

1. Jika manajemen perusahaan percaya bahwa *dividend irrelevance theory* dari Modigliani dan Miller itu benar maka perusahaan tidak perlu memperhatikan besarnya dividen yang harus dibayarkan.
2. Jika yang dianut oleh perusahaan adalah *bird in the hand theory* maka perusahaan wajib membagi total EAT (*earning after tax*) sebagai dividen.
3. Jika perusahaan mempercayai *tax preference theory* maka perusahaan akan menahan seluruh keuntungan.
4. Jika perusahaan merujuk *smoothing theory* maka perusahaan akan membagikan dividen sesuai dengan besar keuntungan yang diterima.
5. Jika perusahaan menganut *clientele effect theory* maka perusahaan akan membagikan dividen untuk mengurangi jumlah pajak yang harus dibayar.

Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Struktur kepemilikan

Struktur kepemilikan saham dalam penelitian ini meliputi kepemilikan institusional dan manajemen terhadap saham perusahaan, yaitu:

1. Kepemilikan Manajerial

Freecash flow hypothesis (FCF) dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan antara dividend dan kepemilikan manajerial (Jensen, 1986). Hipotesis tersebut menjelaskan kegunaan kebijakan dividen dalam mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga biaya keagenan yang

berkaitan dengan FCF berkurang. Kepemilikan manajerial berpengaruh negative terhadap kebijakan dividen, semakin tinggi kepemilikan manajerial semakin rendah permasalahan keagenan sehingga membuat dividen tidak perlu dibayarkan pada risiko yang tinggi.

2. Kepemilikan Institusional

Tingginya kepemilikan manajerial, menyebabkan para investor institusional akan mendapatkan kesempatan kontrol perusahaan yang lebih sedikit. Kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan kepemilikan institusional, sebagaimana yang ditunjukkan pada penelitian Fitri Ismiyanti dan Hanafi Mamduh (2003).

Tingkat risiko mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan institusional. Tingkat risiko yang dihadapi perusahaan berhubungan positif dengan tingkat risiko kebangkrutan dan volatilitas pendapatan. Tingkat risiko mengurangi minat institusi untuk melakukan investasi karena institusi lebih mementingkan pada stabilitas pendapatan (Fitri Ismiyanti dan Hanafi Mamduh, 2003).

Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kepemilikan institusional. Investor institusional akan lebih tertarik berinvestasi pada saham dengan dividen tinggi dan mekanisme yang ketat. Jumlah investasi yang tinggi, menyebabkan investor institusional melakukan *monitoring* yang semakin ketat dan menghalangi perilaku oportunistik manajer. Pemantauan oleh investor institusional akan mengurangi biaya keagenan yaitu biaya yang ditanggung *principal* untuk mengawasi agen misalnya biaya audit, sehingga dividen yang akan dibayarkan dapat berkurang jumlahnya. Kepemilikan institusional berefek menggantikan pembayaran dividen guna menurunkan biaya keagenan.

Berdasarkan teori dan hasil penelitian sebelumnya, hipotesis yang dapat dirumuskan adalah:

H₁: Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Laba (profitabilitas)

Laba atau profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan (Brigham dan Houston, 2001). Ratio profitabilitas mengukur efektivitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang dihasilkan dari penjualan dan investasi. Faktor profitabilitas juga memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Kenaikan profitabilitas dan pertumbuhan laba kadang disertai dengan kenaikan pembayaran dividen yang dianggap sebagai sinyal optimisme manajer pada kinerja perusahaan.

Menurut Hanafi (2004: 63) perusahaan yang mempunyai aliran kas atau profitabilitas yang baik bisa membayar dividen atau meningkatkan dividen. Pembayaran dividen juga dilakukan untuk menghindari akuisisi oleh perusahaan lain. Faktor laba juga mempengaruhi kebijakan dividen, sehingga dividen hanya akan dibagikan jika perusahaan mendapat keuntungan atau laba bersih. Keuntungan yang seharusnya dibagikan pada pemegang saham yaitu keuntungan bersih setelah dikurangi dengan kewajiban-kewajiban seperti bunga dan pajak sehingga dividen dibagikan tersebut akan berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Perusahaan dengan keuntungan yang besar akan membayarkan porsi dividen yang juga besar (Sudarsi, 2002).

Berdasarkan teori dan hasil-hasil penelitian yang dikemukakan, rumusan hipotesis yang diajukan adalah:

H₂ : Laba berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan

Teori keagenan (*agency theory*) memunculkan argumentasi terhadap adanya konflik antara pemilik yaitu pemegang saham dengan manajer. Konflik muncul dari adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Konflik tersebut dapat dikurangi melalui mekanisme kontrol dari kepemilikan manajerial (*insider*). Kepemilikan *insider* dipandang dapat menyeimbangkan kepentingan pemilik dan manajer, sehingga tingginya kepemilikan *insider* dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Atas dasar kajian teoritik dan bukti empiris, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah:

H₃ : Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Laba terhadap nilai perusahaan

Laba yang dilaporkan acapkali digunakan oleh manajemen sebagai signal kepada investor mengenai kinerja perusahaan. Peningkatan laba menyebabkan meningkatnya *growth of earning after tax*, yang menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, mengakibatkan nilai perusahaan yang tercermin dalam PBV akan meningkat (Intan Rahmawati dan Akram, 2007). Atas dasar kajian teoritik dan hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah:

H₄ : Laba berpengaruh terhadap nilai perusahaan

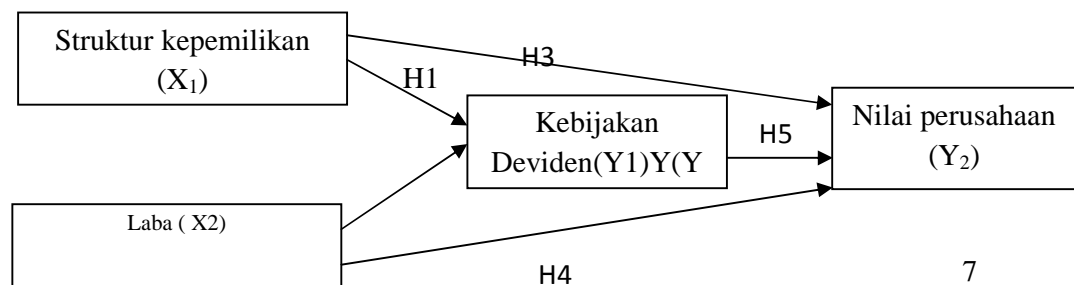
Teori kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

Teori kebijakan dividen mengkaji tentang dampak penentuan besarnya alokasi laba pada dividen dan laba ditahan terhadap nilai pasar saham yang berlaku. Ini berarti investor dihadapkan pada dua pilihan apakah hasil pengembalian dividen diberikan dalam bentuk tunai atau menginginkan pertumbuhan modal, sehingga investor mendapatkan *capital gain* karena nilai saham meningkat (Intan Rahmawati dan Akram, 2007).

Kebijakan dividen mempengaruhi secara positif pada nilai perusahaan sebagaimana yang ditunjukkan pada penelitian Intan Rahmawati dan Akram (2007). *Bird in The Hand Theory* mengemukakan bahwa investor menyukai dividen karena kepastian pembayarannya, sehingga jika dividen menurun maka nilai perusahaan akan menurun pula.

H₅: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Kerangka Penelitian



Gambar 1. Kerangka Penelitian

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian *explanatory survey* yang bertujuan menjelaskan fenomena yang terjadi antar beberapa variabel dan kemungkinan *interrelationship*-nya (Sugiyono, 2004: 26).

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian yaitu semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2011-2013 dengan jumlah populasi sebanyak 155 perusahaan.

Sampel

Teknik *sampling* dilakukan secara *purposive sampling* yang bertujuan untuk memperoleh sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditetapkan oleh peneliti, yaitu perusahaan yang:

1. Selalumenyajikan laporan keuangan pada setiap periode pengamatan yang dibutuhkan.
2. Mengalamikeuntungan (*profit*) pada tiap periode pengamatan.
3. Membagikan dividen pada setiap periode pengamatan.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu sumber data penelitian yang diperoleh secara tidak langsung yaitu melalui media perantara (Indriantoro dan Supomo, 2002: 61). Data sekunder dalam penelitian ini terdiri dari data perusahaan yang tercatat pada BEI yang memenuhi kriteria-kriteria diatas yang berupa laporan keuangan tahunan dan data yang diambil dari ICMD tahun 2011 sampai 2013 (www.idx.co.id).

Metode Pengumpulan Data

Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini adalah data sekunder

sehingga metode pengumpulan data menggunakan metode dokumentasi, yaitu mengambil data dari laporan keuangan perusahaan sampel yang terdapat pada laporan ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) yang diterbitkan oleh BEI meliputi data tentang *dividend payout ratio*, *size* perusahaan, strategi, stabilitas dan profitabilitas perusahaan.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel dependen

Variabel dependen atau variabel bebas adalah variabel yang menjelaskan atau mempengaruhi variabel lain. Variabel-variabel bebas penelitian ini meliputi:

1. Struktur kepemilikan

Struktur kepemilikan diukur dengan persentase saham yang dimiliki oleh anggota direktur dibagi dengan total jumlah saham (Syed Zulfiqar Ali Shah dkk., 2010).

2. Laba

Laba atau profitabilitas dalam penelitian ini diproksi dengan *return on assets* (ROA) yang merupakan perbandingan antara *earnings* after tax dengan total assets. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dalam hubungan dengan penjualan, total asset maupun modal sendiri.

Menurut Sartono (1999: 154), ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari asset yang digunakan. Profitabilitas diproksi dengan tingkat keuntungan setelah pajak dibagi dengan total assets.

Rumusnya adalah:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Earnings after tax}}{\text{Total assets}}$$

Dimana:

ROA : *Return on Assets*;

EAT : *Earnings after tax*;

TA : *total assets*

Variabel Dependen

Variabel dependen atau terikat merupakan tipe variabel yang dijelaskan atau dipengaruhi variabel independen. Variabel dependen seringkali disebut pula variabel respon atau variabel output. Variabel dependen penelitian ini yaitu kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan pada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa datang (*dividend payout ratio/DPR*). DPR didefinisikan sebagai resiko antara *dividend per share* (DPS) terhadap *earnings per share*(EPS) (Robert, 1997):

$$DPR = \frac{\text{dividen per share}}{\text{Earning per share}}$$

Sedangkan nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Nilai perusahaan diproksi dengan *Price to Book Value* (PBV) yang menggambarkan seberapa besar persepsi investor terhadap emiten bersangkutan. Formula untuk menghitung *price to book value* ditunjukkan sebagai berikut (Brigham & Ehrhardt, 2002):

$$Price\ to\ book\ value = \frac{\text{Harga saham}}{\text{Nilai buku saham}}$$

Di mana Nilai Buku Saham (*Book Value per Share*) dapat dihitung dengan formula:

$$Book\ Value\ per\ Share = \frac{\text{Modal}}{\text{Jumlah saham biasa beredar}}$$

Teknik Analisis Data

Model regresi

Untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini, peneliti menggunakan alat analisis statistik yaitu metode regresi linier berganda, dengan program SPSS *for windows*. Model estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah persamaan linier yang diperoleh dari model regresi berganda sebagai berikut:

$$Y_1 = a_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + e_1 \dots\dots\dots (1)$$

$$Y_2 = a_1 + b_3X_1 + b_4X_2 + b_5Y_1 + e_2 \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan:

- $e_{1,2}$ = *error term*, diasumsikan 0
- $a_{1,2}$ = konstanta
- b_1 - b_9 = koefisien regresi
- Y_1 = *dividend payout ratio*
- Y_2 = *price to book value* (nilai perusahaan)
- X_1 = struktur kepemilikan
- X_2 = laba

Uji Kelayakan Model

Metode pengujian terhadap hipotesis yang diajukan dilakukan pengujian secara parsial dan pengujian secara simultan serta analisis koefisien determinasi (R^2) (Imam Ghozali, 2005: 145). Pengujian hipotesis tersebut meliputi analisis koefisien determinasi (R^2) dan uji F.

Uji Hipotesis

Pengujian secara parsial menggunakan uji t (pengujian signifikansi secara parsial).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Obyek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013. Perusahaan yang telah memenuhi kriteria yang ditetapkan dan dapat digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini berjumlah 59 perusahaan yang membayarkan dividen pada periode 2011-2013, dari perusahaan-perusahaan ini diperoleh 126 data. Dalam penelitian ini akan menganalisis pengaruh struktur kepemilikan, pertumbuhan perusahaan, laba dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan nilai perusahaan.

Deskriptif Statistik Variabel Penelitian

Berdasarkan hasil analisis deskripsi statistik, karakteristik sampel yang digunakan di dalam penelitian ini meliputi jumlah sampel (N), rata-rata sampel (*mean*), nilai maksimum, nilai minimum serta standar deviasi untuk masing-masing variabel. Deskripsi dari masing-masing variable terlihat bahwa rata-rata dari struktur kepemilikan adalah 24,04% dengan simpangan baku sebesar 15,27%. Nilai struktur kepemilikan paling tinggi adalah 58,77% sedangkan nilai terendah adalah 1,54%. Rata-rata laba perusahaan adalah 17,35% dengan simpangan baku sebesar 13,47%. Nilai laba perusahaan tertinggi adalah 60,58% sedangkan nilai terendah adalah 0,29%. Rata-rata dari DPR adalah 47,99% dengan simpangan baku sebesar 43,02%. Nilai DPR tertinggi adalah 302,94% sedangkan nilai terendah adalah 0,10%. Rata-rata dari nilai perusahaan adalah 2,83 dengan simpangan baku sebesar 4,97. Nilai perusahaan tertinggi adalah 35,45 sedangkan nilai terendah adalah 0,23.

Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Dari data yang diperoleh kemudian dianalisis dengan metode regresi dan dihitung dengan menggunakan program SPSS. Berdasar output SPSS tersebut secara parsial pengaruh dari keempat variabel independent yaitu struktur kepemilikan, pertumbuhan perusahaan, laba, dan ukuran perusahaan terhadap DPR dapat disusun persamaan regresilinear berganda yang pertama yaitu:

$$\text{Kebijakan dividen} = 3,949 - 0,015 \text{ kepemilikan} - 0,005 \text{ laba}$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut di atas dapat dilihat nilai konstanta sebesar 3,949. Hal ini mengindikasikan bahwa DPR mempunyai nilai sebesar 3,949 bila tidak dipengaruhi oleh struktur kepemilikan dan laba. Hasil persamaan regresilinear berganda kedua adalah:

$$\text{Nilai Perusahaan} = -0,527 + 0,0001 \text{ kepemilikan} + 0,045 \text{ laba} + 0,003 \text{ kebijakan dividen}$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut di atas dapat dilihat nilai konstanta sebesar -0,527. Hal ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan

mempunyai nilai sebesar -0,527 bila tidak dipengaruhi oleh variabel-variabel independen (struktur kepemilikan, laba, dan kebijakan dividen).

Pengujian Hipotesis

Analisis Koefisien Determinasi (R^2)

Berdasar output SPSS tampak bahwa dari hasil perhitungan diperoleh nilai koefisien determinasi (*adjustedR²*) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 sebesar 0,038 untuk regresi yang pertama. Hal ini menunjukkan bahwa daya penjas variabel struktur kepemilikan dan laba terhadap kebijakan dividen hanya sebesar 3,8% sedangkan sisanya sebesar 96,2% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi.

Nilai koefisien determinasi (*adjustedR²*) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 sebesar 0,496 untuk regresi yang kedua. Hal ini menunjukkan bahwa daya penjas variabel struktur kepemilikan, laba, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan (PBV) yang dapat diterangkan oleh model persamaan ini adalah sebesar 49,6% sedangkan sisanya sebesar 51,4% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi.

Uji Statistik F

Hasil analisis regresi yang pertama diperoleh nilai F hitung sebesar 3,485 dengan probabilitas (p) 0,038 pada regresi 1; karena $p < 0,05$, maka dapat dikatakan bahwa struktur kepemilikan dan laba secara bersama-sama berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Pada regresi 2, diperoleh nilai F hitung sebesar 41,993 dengan p sebesar 0,000; karena $p < 0,05$, maka dapat dikatakan bahwa struktur kepemilikan, laba, dan kebijakan dividen secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Uji Statistik t

Uji statistik t dilakukan untuk menunjukkan pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menjelaskan variasi variabel dependen (Imam Ghozali, 2005).

Hasil uji statistik t dapat dilihat sebagai berikut:

Uji Hipotesis 1-4

Hipotesis satu sampai dengan empat dalam penelitian ini dilihat dari hasil uji regresi linier berganda antara variabel-variabel bebas seperti: struktur kepemilikan, pertumbuhan perusahaan, laba, dan ukuran perusahaan terhadap variabel terikat (DPR).

Dari hasil analisis regresi 1 dapat diketahui hasil pengujian hipotesis untuk regresi 1 sebagai berikut:

1. Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari koefisien regresi sebesar -0,015 dan signifikansi sebesar 0,012 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0,05$). Oleh karena itu penelitian ini menerima hipotesis pertama yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
2. Laba tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari signifikansi sebesar 0,384 yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0,05$). Oleh karena itu penelitian ini menolak hipotesis kedua yang menyatakan bahwa laba berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Uji Hipotesis 3-5

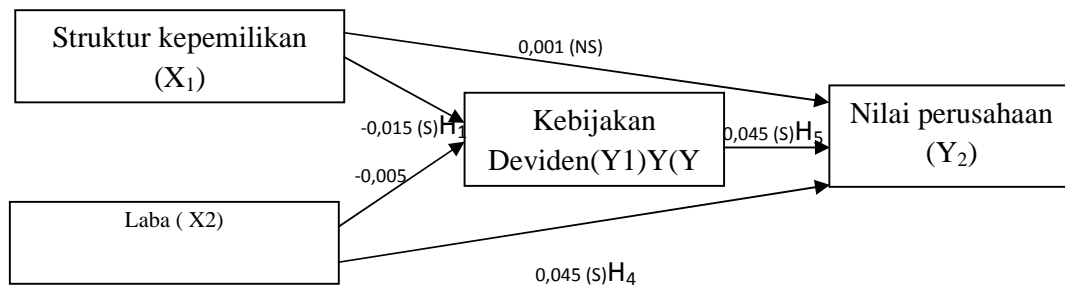
Hipotesis tiga sampai dengan lima dalam penelitian ini dilihat dari hasil uji regresi linier berganda antara variabel-variabel bebas yang meliputi: struktur kepemilikan, laba, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Dari hasil analisis regresi 2 dapat diketahui hasil pengujian hipotesis 3-5 sebagai berikut:

1. Struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi sebesar 0,974 lebih besar dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0,05$). Oleh karena itu penelitian ini menolak hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2. Laba berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien regresi sebesar 0,045 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0,05$). Oleh karena itu penelitian ini menerima hipotesis keempat yang menyatakan bahwa laba berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
3. Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien regresi sebesar 0,003 dengan nilai signifikansi sebesar 0,039 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0,05$). Oleh karena itu penelitian ini menerima hipotesis kelima yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Analisis Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening pada Hubungan antara Struktur Kepemilikan dan Laba dengan Nilai Perusahaan

Dalam penelitian ini dibuktikan pula kebijakan dividen sebagai variabel intervening pada hubungan antara struktur kepemilikan dan laba dengan nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari hasil uji path analisis sebagai berikut:



Keterangan: S = signifikan; NS = tidak signifikan

Gambar 2. Hasil Uji Path Analysis

Berdasarkan gambar 2 dapat diketahui bahwa kebijakan dividen merupakan variabel intervening dari hubungan struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan, namun bukan menjadi variabel intervening dari hubungan antara laba

dengan nilai perusahaan karena pengaruh laba terhadap nilai perusahaan cenderung langsung.

Pembahasan

Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen

Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Tanda negatif koefisien regresi struktur kepemilikan manajerial (*insider ownership*) terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa semakin besar *insider ownership* maka dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham semakin rendah sebaliknya semakin rendah kepemilikan manajerial maka dividen yang dibayarkan oleh perusahaan semakin besar.

Temuan ini sejalan dengan temuan penelitian Saxena (1999) dan Farinha (2002) yang menunjukkan bahwa *insider holding* atau *insider ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Akan tetapi tidak mendukung hasil penelitian Shah dkk (2010) yang menemukan bahwa struktur kepemilikan *insider* berpengaruh positif terhadap DPR. Juga tidak sejalan dengan penelitian-penelitian seperti yang dilakukan oleh Sunarto (2004), Wahyudi dan Baidori (2008), Sugeng (2009), perbedaan hasil penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya dapat terjadi karena sampel yang digunakan saling berbeda, dan tidak menggunakan sampel yang dapat mewakili seluruh emiten yang ada di Bursa Efek Indonesia (misal penelitian Sunarto (2004) dilakukan pada perusahaan-perusahaan LQ45; dan Bambang Sugeng (2009) yang melakukan penelitian pada sampel perusahaan dengan IPO (*Initial Public Offering*)).

Analisis Pengaruh Laba Terhadap Kebijakan Dividen

Laba tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini terjadi karena secara umum perusahaan sampel dalam penelitian ini telah beroperasi dalam kurun waktu yang lama dan berada dalam tahap *maturity* (kedewasaan).

Perusahaan-perusahaan ini telah memiliki banyak cadangan laba yang dapat digunakan baik untuk diinvestasikan kembali maupun dibagikan dalam bentuk dividen tanpa harus merubah proporsi dividen bagi pemegang saham yang sebagian besar juga merupakan pemegang saham pengendali (*managerial shareholder*) dan tanpa tergantung pada besarnya laba yang diperoleh perusahaan.

Temuan penelitian ini konsisten dengan penelitian-penelitian terdahulu yang antara lain dilakukan oleh: Yuniningsih (2002), Prihantoro (2003), Sunarto (2004), Damayanti dan Achyani (2006), Rahmawati dan Arkam (2007), Risaptoko (2007), dan Faramita (2011) yang juga menunjukkan bahwa laba atau profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Akan tetapi hasil temuan ini tidak mendukung hasil penelitian Suharli (2007), Manurung dan Siregar (2008), dan Puspita (2008), yang masing-masing menunjukkan bahwa laba atau profitabilitas perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan

Struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena tidak optimalnya fungsi kontrol kepemilikan *insider*, kepemilikan insider tidak dapat menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer, sehingga nilai perusahaan tidak terpengaruh.

Hal ini tidak sesuai dengan teori keagenan (*agency theory*) yang dikemukakan oleh Demsetz (1983) dan Fama & Jensen (1983) bahwa kepemilikan *insider* yang relatif rendah akan berdampak pada efektifitas kontrol dan kemampuan menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer yang nantinya akan berdampak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Analisis Pengaruh Laba Terhadap Nilai Perusahaan

Laba berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, semakin besar laba yang dihasilkan oleh perusahaan maka semakin besar pula nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan laba merupakan informasi bagi investor dalam keputusan investasinya. Investor berasumsi bahwa dengan laba yang besar mereka juga akan menerima keuntungan dalam jumlah besar. Hal ini juga

menunjukkan bahwa sebagian besar investor di Indonesia yang mengandalkan analisis fundamental biasanya melihat profitabilitas perusahaan.

Profitabilitas merupakan salah satu aspek yang dijadikan acuan atau referensi bagi investor (baik investor lama maupun baru), karena profitabilitas mencerminkan tingkat kesehatan suatu perusahaan. Dengan profitabilitas yang tinggi, investor dapat memperoleh *return* dari dividen yang juga tinggi.

Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian Intan Rahmawati dan Akram (2007) bahwa laba yang dilaporkan acapkali digunakan oleh manajemen sebagai signal kepada investor mengenai kinerja perusahaan. Peningkatan laba menyebabkan *growth of earning after tax* meningkat, sehingga kinerja perusahaan semakin baik, dan nilai perusahaan yang diproksi oleh *Price Book Value* (PBV) juga akan meningkat.

Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya dividen yang dibagikan berdampak pada tingginya nilai perusahaan, sesuai dengan *information signaling hypothesis* (teori hipotesis kandungan informasi atau pengisyaratan), yang menyatakan investor menganggap bahwa perubahan dividen merupakan isyarat atau sinyal tentang prospek aliran kas perusahaan di masa yang akan datang (*signaling effect*), sehingga peningkatan dividen akan meningkatkan nilai perusahaan atau sebaliknya penurunan dividen akan menurunkan nilai perusahaan juga sesuai dengan *bird in the hand theory*. Model *bird in the hand theory* menganggap bahwa pembayaran dividen yang dilakukan saat ini adalah lebih baik daripada *capital gain* di masa mendatang karena dividen yang diterima saat ini oleh investor bersifat lebih pasti daripada *capital gain* yang akan diterima di masa mendatang, yang jelas-jelas mengandung ketidakpastian. Investor menyukai dividen karena kepastian pembayarannya, sehingga jika dividen menurun maka nilai perusahaan akan menurun pula (Rahmawati dan Akram, 2007).

Analisis Peran Mediasi Kebijakan Dividen pada Hubungan antara Struktur Kepemilikan dan Laba dengan Nilai Perusahaan

Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan deviden. Kebijakan dividen merupakan variabel yang memediasi hubungan antara struktur kepemilikan dan pertumbuhan perusahaan. Hal ini menunjukkan proporsi kepemilikan saham oleh perusahaan mampu berkontribusi pada keputusan dibagikannya dividen sehingga dapat menarik minat investor untuk berinvestasi yang selanjutnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penawaran pembagian dividen dapat menstimulasi tingkat pertumbuhan perusahaan, pembagian dividen digunakan untuk menarik minat investor untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Sedangkan laba tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan deviden artinya kebijakan dividen bukan variabel yang memediasi hubungan antara laba dan ukuran perusahaan. Hal ini terjadi karena meskipun perusahaan-perusahaan dalam penelitian tergolong dalam perusahaan yang mature (dewasa) mereka memiliki banyak cadangan laba sehingga proporsi kebijakan dividen bisa jadi bernilai tetap, karena tidak ada peningkatan dalam proporsi dividen maka minat investor untuk berinvestasi menjadi melemah sehingga tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Demikian juga dengan ukuran perusahaan yang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen, hal ini terjadi karena umumnya perusahaan besar juga memerlukan modal yang besar sehingga pembayaran dividen menjadi ditangguhkan dan karena investor di Indonesia cenderung berorientasi pada *bird in the hand theory* atau investor menyukai dividen karena kepastian pembayarannya maka jika dividen tersebut tidak dibayarkan maka minat investasi mereka jadi melemah dan tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa: Struktur kepemilikan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, semakin tinggi tingkat kepemilikan insider (manajerial) semakin rendah jumlah dividen yang dibagikan. Laba tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, karena secara umum perusahaan sampel

dalam penelitian ini telah beroperasi dalam kurun waktu yang lama dan berada dalam tahap *maturity* (kedewasaan).

tidak optimalnya fungsi kontrol kepemilikan *insider*, kepemilikan insider tidak dapat menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer, sehingga nilai perusahaan tidak terpengaruh. Laba berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, semakin tinggi laba perusahaan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, semakin jumlah dividen yang dibayarkan semakin tinggi pula nilai perusahaan.

Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen, atau dividen memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Laba tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen, melainkan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan.

SARAN

Saran yang dapat peneliti ajukan terkait dengan penelitian ini adalah dari sudut pandang investor akan lebih baik bagi manajer jika dapat meningkatkan dividen jika ada kenaikan profitabilitas atau pertumbuhan laba, selama hal ini tidak mengganggu adanya rencana proyek yang dapat menghasilkan keuntungan lebih tinggi pada tahun-tahun berikutnya. Bagi peneliti selanjutnya, disarankan menambah jumlah variabel bebas yang mempengaruhi kebijakan dividen dan menggunakan EVA untuk merepresentasi nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Halim Abdul, 2005, *Analisis Investasi*, Edisi Pertama, Salemba Empat, Jakarta.

Sawir Agnes, 2004, *Kebijakan Pendanaan dan Kestrukturisasi Perusahaan*,

Robert Ang, 1997, *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Mediasoft Indonesia, Jakarta.

- SaxenaAtul K., 1999, Determinants of Dividend Payout Policy: Regulated Versus Unregulated Firms, <http://www.westga.edu/~bquest/1999/payout.html>
- RiyantoBambang, 2001, *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Yayasan Badan Penerbit Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Brigham, E.F., and Ehrhardt, M.C. 2002. *Financial Management, Theory and Practice*, (10 th ed). New York : Thomson Learning, Inc.
- Brigham, Eugene F. dan Louis C. Gapenski, 2006, *Financial Management: Theory and Practice*. Orlando, Florida: The Dryden Press
- Brigham et.al., 2001, “Why Some Firms Smooth Their Dividends and Why Others Don’t”, *SSRN Electronic Paper Collection*.
- FaramitaDesy, 2011, Analisis Pengaruh Asimetri Informasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2009, *Skripsi*, Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.
- WahyudiEko, dan Baidori, 2008, Pengaruh *Insider Ownership*, *Collateralizable Assets*, *Growth in Net Assets*, dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2006, *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Volume 6, Nomor 3, Desember 2008, 474-482.
- Fakhrudin, Firmansyah dan Hadianto, 2001, *Manajemen Investasi Portofolio*. Salemba Empat, Jakarta.
- FarinhaJorge, 2002, Dividend Policy, Corporate Governance and The Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Research*.
- PuspitaFira, 2009, Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan *Dividend Payout Ratio* (Studi Kasus Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2007), *Tesis*, Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.
- Ismiyanti Fitri dan Mamduh Hanafi (2003), “Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisa Persamaan Simultan”, *Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi VI*, Ikatan Akuntansi Indonesia, 260-276.
- Gujarati, Damodar, 1995. *Ekonometrika Dasar*. Penerbit Erlangga, Jakarta.

- Hanafi, Mamduh. 2004, *Manajemen Keuangan*, BPFE, Yogyakarta.
- Helfert, Erich A. 1997, *Teknik Analisis Keuangan*. Terjemahan, Herman. Wibowo. Edisi kedelapan. Erlangga. Jakarta.
- OsobovIgor, V., 2004, Why are dividend disappearing? An international comparison. <http://www.fma.org/NewOrleans/Papers/1601582.pdf>
- GhozaliImam, 2005, *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Supomo,Bambang dan IndriantoroNur, 2002, *Metodologi Penelitian Bisnis*, Cetakan. Kedua, Yogyakarta; Penerbit BFEE UGM.
- Rahmawati Intan dan Akram, 2007, Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan-Perusahaan di BEJ Periode 2000 – 2004, *Jurnal Riset Akuntansi Aksioma*, Volume 6, No. 1, Juni 2007, 31-44.
- GuinanJack, 2009, *Investopedia*. Mizan Publika, Jakarta.
- Jensen, M., 1986, Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*. 76:323-329.
- FarinhaJorge, 2002, *Dividend Policy, Corporate Governance and The Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis*, *Journal of Financial Research*.
- Herawati Titin, 2013, Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang DanProfitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan, Universitas Negeri Padang.
- Kallapur, S., dan M.A. Trombley, 1999, The association between investment opportunity set proxies and realized growth. *Journal of Business & Accounting*, 26, 505-519.
- MachfoedzMas'ud, 1994, *Financial Ratio Analysis and The Predictions of Earnings Changes in Indonesia*, 114 -137.
- SuharliMichell, 2007, Pengaruh *Profitability* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta

Periode 2002-2003), *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9, No. 1, Mei 2007: 9-17.

MichellSuharli, dan Harahap S.S., 2004, “Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen”, *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, Volume 4 Nomor 3, Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi (LPFE) Universitas Trisakti, Jakarta.

Pound, J. 1988, Proxy Contents and the Efficiency of Shareholder Oversight, *The Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.

Prihantoro, 2003, “Peranan *Dividen Payout Ratio* dalam Perusahaan Manufaktur yang Listed di BEJ”. Yogyakarta: *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*.

SartonoAgus, 1999, *Manajemen Keuangan-Teori dan Aplikasi*, Edisi Keempat,. Cetakan Keenam, BPFE-UGM, Yogyakarta.

Sriwardany. 2006, Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya Terhadap Perubahan Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur. Tbk.

Sudarsi, Sri. 2002. “Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividend PayoutRatio pada Industri Perbankan yang Listed di Bursa Efek Jakarta (BEJ)” *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol.9, No.1: 76-88.

Sugiyono, 2004. *Metode Penelitian Bisnis*, CV Alfabeta, Bandung.

ShahSyed Zulfiqar Ali, Wasim Ullah W., dan Baqir Hasnain., 2010, *Impact Of Ownership Sturcture On Dividend Policy Of Firm (Evidence From Pakistan)*, *IPEDR vol.3 (2011)* © (2011) IACSIT Press, Hong Kong, 22-26.

Tarjo dan Jogiyanto, 2003. “Analisis Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia, *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya.

Taswan. 2003. *Analisis Integrasi Strategis di LIK dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan serta Faktor-faktor yang Mempengaruhinya*.

ArifinZaenal, 2005. *Teori Keuangan & Pasar Modal*. Yogyakarta: Penerbit Ekonisia.