

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, STRUKTUR MODAL, DAN IOS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR TERDAFTAR DI BEI.

Agus Rahman Alamsyah
Dosen STIE ASIA Malang
Zainul Muchlas
Dosen STIE ASIA Malang

Abstrak:

Tujuan jangka panjang dari penelitian ini adalah untuk menguji keberlakuan teori dan penelitian manajemen keuangan. Adapun metode penelitian bersifat eksplanatoris (*explanatory research*) yaitu penelitian dilakukan untuk mengkonfirmasi dan menguji ada tidaknya hubungan atau pengaruh antar variabel, yakni secara khusus akan dilakukan uji hipotesis dalam persamaan struktural. *Causal research* adalah penelitian yang dirancang untuk mengidentifikasi penyebab dan pengaruh/efek setiap hubungan antar variabel pada masalah penelitian yang telah jelas didefinisikan. Penelitian ini menggunakan data *pooling* yaitu penggabungan antara data *time series* dan *cross section*. Pada penelitian ini, analisis yang digunakan untuk menguji lima hipotesis melalui teknik analisis jalur (*path analysis*) dan program SPSS versi 23. Koefisien jalur adalah *standardized koefisien regresi*. Koefisien jalur dihitung dengan membuat dua persamaan struktural yaitu persamaan regresi yang menunjukkan hubungan yang dihipotesiskan. Hasil penelitian ini adalah Struktur kepemilikan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen; Struktur modal tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen; Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan; Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen, atau dividen memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen, melainkan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Kata kunci: struktur kepemilikan, struktur modal dan *investment opportunity set (IOS)*, kebijakan dividen, nilai perusahaan.

Abstract:

The long-term goal of this research is to test the effectiveness of financial management theory and research. The research method is explanatory (*explanatory research*) that research is done to confirm and test whether there is relationship or influence between variables, that is specifically will be tested hypothesis in structural equation. *Causal research* is a study designed to identify the cause and effect of each relationship between variables on a clearly defined research problem. This research uses data pooling that is merging between time series and cross section data. In this study, the analysis used to test the five hypotheses through path analysis technique and SPSS program version 23. Path coefficient is standardized regression coefficient. The path coefficient is calculated by making two structural equations ie the regression equation showing the hypothesized relationship.

The result of this research is the ownership structure having negative and significant effect to the dividend policy; Capital structure has no effect on dividend policy; Capital structure has a positive and significant impact on firm value; The ownership structure affects firm value through dividend policy, or dividends mediating the influence of ownership structure on firm value. Capital structure does not affect the value of the company through dividend policy, but it directly affects the value of the company.

Keywords: ownership structure, capital structure and *investment opportunity set (IOS)*, dividend policy, corporate value.

PENDAHULUAN

Pasar modal Indonesia yang dikategorikan sebagai pasar modal yang sedang tumbuh memiliki potensi yang tinggi untuk memberi kontribusi dalam ekonomi Indonesia. Berdasarkan data per 01 Juni 2016 dari PT. Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai salah satu bursa yang menjadi acuan pasar modal Indonesia terdapat 527 emiten atau 143 emiten (28 % dari

total emiten) diantaranya adalah industri manufaktur. Seperti diketahui bahwa krisis ekonomi Indonesia berdampak pada nilai fundamental perusahaan, khususnya perusahaan yang listing di Pasar Modal. Krisis yang terjadi awal tahun 1997 pada dasarnya adalah gagalnya pengelolaan hutang (*financing policy*) yang berimplikasi pada keputusan investasi (*investment policy*) dan pembagian laba

(*dividend policy*), karena ketiga keputusan tersebut saling berhubungan. Fenomena di atas berimplikasi pada kebijakan perusahaan, yaitu sulitnya melakukan investasi baru karena perusahaan akan berkonsentrasi menekan jumlah hutang. Selain itu perusahaan akan sulit menerapkan kebijakan dividen karena laba tidak diperoleh atau kecil. Kondisi ini tentu tidak akan memuaskan stakeholders khususnya para pemegang saham (*shareholders*) sebagai pemilik perusahaan (*owners*). Ini menyebabkan banyak para pemegang saham yang juga termasuk dalam jajaran direksi perusahaan (*managerial ownership*) melepas kepemilikannya kepada publik. Hal tersebut dapat dilihat dari gambar *managerial ownership* yang menunjukkan trend menurun, sebaliknya *institutional ownership* menunjukkan trend yang meningkat. Hal ini menjadikan tantangan tersendiri bagi manajemen perusahaan agar keputusan keuangan yang diambil bisa meningkatkan kinerja perusahaan dan pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu faktor yang mempengaruhi tinggi rendahnya nilai perusahaan adalah kinerja keuangan. Kinerja keuangan dinilai dengan menggunakan rasio keuangan yaitu diantaranya rasio solvabilitas, rasio aktivitas dan rasio profitabilitas (Sianturi, 2015). Berikut ini adalah data empiris mengenai nilai perusahaan dan kinerja keuangan pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2012-2015.

Tabel 1.1
Rata-rata Rasio Keuangan dan Nilai Perusahaan
Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi

Tahun	2012	2013	2014	2015
Tobin's Q	1.44	1.53	2.00	2.29
Solvabilitas	2.18	1.30	1.83	4.00
Aktivitas	1.33	1.37	1.40	1.23
Profitabilitas	15.45	14.52	18.05	9.45

Sumber: IDX, ICMD data diolah 2015

Berdasarkan Tabel 1.1 di atas, nilai perusahaan mengalami peningkatan dari tahun ke tahun yang ditunjukkan dengan nilai rata-rata Tobin's Q yang meningkat dari tahun 2012-2015. Nilai Tobin's Q pada tahun 2011 sebesar 1,14 meningkat pada tahun 2012 menjadi 1,44 kemudian meningkat kembali pada tahun 2013 menjadi sebesar 1,53. Pada tahun 2014 meningkat kembali menjadi sebesar 2,00 dan meningkat kembali menjadi sebesar 2,29 pada tahun 2015. Untuk rasio solvabilitas (rasio *leverage*) cenderung mengalami peningkatan. Pada tahun 2012 rasio solvabilitas sebesar 2,18 menurun pada tahun 2013 menjadi 1,30 kemudian pada tahun 2014

meningkat kembali menjadi sebesar 1,83. Pada tahun 2015 meningkat kembali secara drastis menjadi sebesar 4,00. Hal ini tidak selaras dengan Tobin's Q yang mengalami peningkatan setiap tahunnya seharusnya apabila solvabilitas mengalami peningkatan, maka Tobin's Q justru mengalami penurunan.

Fenomena lain yang menunjukkan kondisi pasar di Bursa Efek Indonesia terkait perubahan nilai perusahaan yang diproksi melalui nilai pasar saham, mengalami suatu perubahan meskipun tidak ada kebijakan keuangan yang dilakukan perusahaan (Hasnawati, 2010). Tobin's Q sebagai indikator pengukur nilai perusahaan telah banyak digunakan dalam penelitian, khususnya penelitian yang mengambil permasalahan nilai perusahaan. Dari tabel di atas dapat dijelaskan bahwa nilai perusahaan yang dihitung dengan Tobin's Q dari tahun 2013 sampai dengan tahun 2015 menunjukkan perubahan setiap tahun yang sangat bervariasi dan menunjukkan fluktuasi naik turun di tiap tahun yang berbeda dan menunjukkan gejala yang sama di semua perusahaan sampel.

Berdasarkan uraian di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk menguji keberlakuan teori dan penelitian manajemen keuangan sebagai media untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan, struktur modal, dan investment opportunity set (IOS) terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel interveningnya yang tergambar dalam model hipotesis. Teori-teori manajemen keuangan yang diuji dalam penelitian ini meliputi *agency theory*, teori keputusan pendanaan berupa kebijakan dividen, teori struktur kepemilikan, teori struktur modal (*trade off model*) dan nilai perusahaan.

RUMUSAN MASALAH

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, adapun perumusan masalah yang dikemukakan dalam penulisan penelitian ini adalah:

1. Apakah struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
2. Apakah terdapat pengaruh struktur kepemilikan melalui kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan?
3. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
4. Apakah terdapat pengaruh struktur modal melalui kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan?
5. Apakah *Investment Opportunity Set* (IOS)

- berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
6. Apakah *Investment Opportunity Set* (IOS) melalui kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
 7. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

TINJAUAN PUSTAKA

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan meningkat. Tujuan utama perusahaan menurut theory of the firm adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) (Salvatore, 2007). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Husnan (2008) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Keown (2010) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga utang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan meningkat. Tujuan utama perusahaan menurut theory of the firm adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) (Salvatore, 2007). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Husnan (2008) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Keown (2010) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga utang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan kebijakan dari manajemen perusahaan dalam menentukan laba yang tersedia bagi pemegang saham dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau laba tersebut di tahan guna membiayai investasi di masa mendatang. Jika manajemen memutuskan untuk

membayar dividen konsekuensinya adalah jumlah laba di tahan berkurang, sehingga sumber pendanaan internal juga berkurang. Jika manajemen memutuskan tidak membayar dividen, maka akan meningkatkan pendanaan dari sumber dana internal. Kemampuan menghimpun pendanaan internal meningkat akan semakin memperkuat posisi ekuitas pemilik dikarenakan semakin kecil ketergantungan perusahaan pada sumber pendanaan eksternal. Hal inilah yang menyebabkan kebijakan dividen sampai saat ini terus menjadi perdebatan terutama pada saat kebijakan dividen dihubungkan dengan nilai perusahaan. Kebijakan dividen jika dihubungkan dengan nilai perusahaan menjadi hal yang penting karena mempunyai konsekuensi yang saling bertentangan. Kebijakan dividen dengan membayarkan dividen kepada para pemegang saham menyebabkan nilai perusahaan meningkat, karena dengan meningkatnya pembayaran dividen maka kemakmuran pemegang saham akan meningkat pula, apabila perusahaan menginginkan pertumbuhan ekuitas.

Struktur Modal

Struktur modal adalah perimbangan atau perpaduan antara modal asing dengan modal sendiri (Husnan, 2008), dengan kata lain struktur modal merupakan proporsi dalam pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dengan sumber pendanaan jangka panjang yang berasal dari dana internal dan dana eksternal. Dengan demikian struktur modal hanya merupakan sebagian saja dari struktur keuangan. Struktur modal merupakan kombinasi utang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan, tidak seperti rasio utang yang hanya menggambarkan target komposisi utang dan ekuitas dalam jangka panjang pada suatu perusahaan.

Struktur Kepemilikan

Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa struktur kepemilikan terdiri dari tiga variabel, yaitu: (1) *inside equity (held by manager)*, (2) *outside equity (held by anyone outside of the firm)*, dan (3) *debt (held by anyone outside of the firm)*. Dengan demikian modal sendiri dipisahkan antara pemegang saham dari dalam (manajer) dan pemegang saham dari luar (seseorang di luar perusahaan).

Struktur kepemilikan saham adalah proporsi kepemilikan institusional dan kepemilikan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan (Sujono dan Soebiantoro, 2007). Dua jenis kepemilikan dalam struktur kepemilikan adalah:

1. Kepemilikan institusional, merupakan proporsi kepemilikan saham oleh investor institusi. Investor institusional diyakini memiliki kemampuan untuk memonitor tindakan manajemen lebih baik dibandingkan investor individual. Institusi sebagai pemilik saham dianggap lebih mampu dalam mendeteksi kesalahan yang terjadi.
2. Kepemilikan manajerial, merupakan kepemilikan saham terbesar oleh manajemen perusahaan. Siallagan dan Machfoedz (2008) mengadakan penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kualitas laba dengan discretionary accrual dan nilai perusahaan yang diukur dengan Tobins menyimpulkan hasil pengujiannya bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif terhadap kualitas laba, sedangkan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan adalah negatif. Dengan adanya kepemilikan manajemen dalam sebuah perusahaan akan menimbulkan dugaan yang menarik bahwa nilai perusahaan meningkat sebagai akibat kepemilikan manajemen yang meningkat

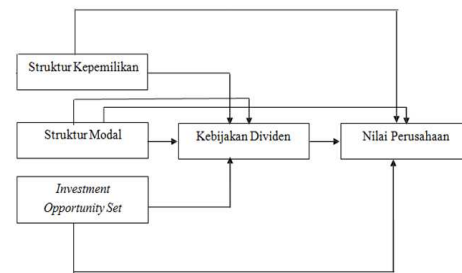
Investment Opportunity Set (IOS)

Istilah set kesempatan investasi atau IOS muncul setelah dikemukakan oleh Myers (1977) yang memandang nilai suatu perusahaan sebagai sebuah kombinasi assets in place (aset yang dimiliki) dengan *investment option* (pilihan investasi) pada masa depan. Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi di masa mendatang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi akan mengalami pengeluaran yang lebih tinggi dibanding dengan nilai kesempatan yang hilang. Opsio investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya.

KERANGKA KONSEPTUAL

Adapun kerangka konseptual penelitian adalah sebagai berikut.

Gambar: 1. Kerangka Konseptual



Rancangan Penelitian

Rancangan penelitian adalah jenis penelitian eksplanatoris (*explanatory*). Penelitian bersifat eksplanatoris (*explanatory research*) yaitu menjelaskan gejala yang ditimbulkan oleh suatu objek penelitian. Rancangan ini dilakukan karena proses penelitian dilakukan untuk mengkonfirmasi dan menguji ada tidaknya hubungan atau pengaruh antar variabel, yakni secara khusus akan dilakukan uji hipotesis dalam persamaan struktural. *Causal research* adalah penelitian yang dirancang untuk mengidentifikasi penyebab dan pengaruh/efek setiap hubungan antar variabel pada masalah penelitian yang telah jelas didefinisikan. Penelitian ini menggunakan data pooling yaitu penggabungan antara data *time series* dan *cross section* untuk mendapatkan nilai pengaruh struktur kepemilikan manajerial, struktur modal, IOS, kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder (*archival*). Data sekunder tersebut berupa laporan keuangan audit, profil perusahaan (*company's profile*), sumber publikasi dari Indonesian *Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2016 dan data relevan lainnya.

Teknik Pengumpulan dan Analisis Data

Analisis data adalah proses penyederhanaan data ke dalam bentuk yang lebih mudah dibaca dan diinterpretasikan. Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah "Analisis Statistik Deskriptif", yaitu analisis deskripsi ini bertujuan untuk menjelaskan/mendesripsikan karakteristik setiap variabel yang diteliti melalui data sampel atau populasi tanpa membuat simpulan yang berlaku untuk umum. "Analisis Jalur/Path Analysis", yaitu analisis yang digunakan untuk menguji lima hipotesis (H1a, H1b, H2, H3, H4, H5H6H7) digunakan teknik analisis jalur (*path analysis*) dengan program SPSS versi 23. Koefisien jalur adalah standardized koefisien regresi.

PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Obyek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan

manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2012 – 2016. Perusahaan yang telah memenuhi kriteria yang ditetapkan dan dapat digunakan sebagai sampel dalam penelini berjumlah 40 perusahaan yang membayarkan dividen pada periode tahun 2012 – 2016, dari perusahaan yang di olah diperoleh 126 data. Dalam penelitian ini akan dianalisis pengaruh struktur kepemilikan, struktur modal dan investment opportunity set (IOS) terhadap nilai perusahaan dengan variabel kebijakan dividen sebagai variabel interveningnya.

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%. Nilai struktur modal adalah 17,35% dengan simpangan baku sebesar 13,47%. Nilai struktur modal tertinggi adalah 60,58% sedangkan nilai terendah adalah 0,29%. Nilai IOS adalah 18,15% dengan simpangan baku sebesar 13,47%. Nilai IOS tertinggi adalah 40,28% sedangkan nilai terendah adalah 0,19%. Nilai kebijakan dividen (DPR) adalah 47,99% dengan simpangan baku sebesar 43,02%. Nilai kebijakan dividen (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

Hasil data yang telah diperoleh kemudian dianalisis dengan metode regresi dan dihitung dengan menggunakan program SPSS secara parsial pengaruh dari keempat variabel independent yaitu struktur kepemilikan, struktur modal dan IOS terhadap kebijakan dividen (DPR) maka dapat disusun persamaan regresi linear berganda yaitu:

1. Hasil persamaan regresi linear berganda yang pertama adalah:

$$\text{Kebijakan dividen} = 3,949 - 0,015 \text{ struktur kepemilikan} - 0,005 \text{ struktur modal} - 0,003 \text{ IOS}$$

Berdasarkan hasil persamaan regresi linier berganda tersebut di atas dapat dilihat nilai konstanta sebesar 3,949. Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen (DPR) mempunyai nilai sebesar 3,949 bila tidak dipengaruhi oleh struktur kepemilikan, struktur

modal dan IOS.

2. Hasil persamaan regresi linear berganda yang kedua adalah:

$$\text{Nilai Perusahaan} = -0,527 + 0,0001 \text{ struktur kepemilikan} + 0,045 \text{ struktur modal} + 0,0025 \text{ IOS} + 0,003 \text{ kebijakan dividen}$$

Berdasarkan 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, struktur modal, IOS dan kebijakan dividen).

PENGUJIAN HIPOTESIS

Analisis Koefisien Determinasi (R^2)

Berdasar *output* SPSS tampak bahwa dari hasil perhitungan diperoleh nilai koefisien determinasi (adjusted R²) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016 sebesar 0,038 untuk regresi yang pertama. Hal ini menunjukkan bahwa daya penjelas variabel struktur kepemilikan, struktur modal, IOS 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 *adjusted* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016 sebesar 0,496 untuk regresi yang kedua.

Hal ini menunjukkan bahwa daya penjelas variabel struktur kepemilikan, struktur modal, IOS dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan 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

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, struktur modal, IOS 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, struktur modal, IOS dan kebijakan dividen secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Uji statistik t dilakukan untuk menunjukkan pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menjelaskan variasi variabel dependen.

Hasil uji statistik t dapat dilihat sebagai berikut:

Uji Hipotesis I

Hipotesis satu sampai dengan empat dalam penelitian ini dilihat dari hasil uji regresi linier berganda antara variabel-variabel bebas seperti: struktur kepemilikan, struktur modal, IOS terhadap kebijakan dividen. 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 ($\alpha = 0,05$).
2. Struktur modal tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari signifikansi sebesar 0,384 yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0,05$).
3. IOS berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari signifikansi sebesar 0,284 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0,05$).

Uji Hipotesis II

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. Struktur modal 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. IOS berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari koefisien regresi sebesar 0,025 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.

4. 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.

PEMBAHASAN

1. 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.

2. Analisis Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen

Struktur modal 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.

3. Analisis Pengaruh IOS Terhadap Kebijakan Dividen

IOS berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Tanda negatif koefisien regresi IOS terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa semakin besar IOS maka dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham semakin rendah sebaliknya semakin rendah IOS maka dividen yang dibayarkan oleh perusahaan semakin besar.

4. 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.

5. Analisis Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, semakin besar struktur modal yang dihasilkan oleh perusahaan maka semakin besar pula nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan struktur modal 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 kondisi keuangan dan pendanaan perusahaan.

6. Analisis IOS Terhadap Nilai Perusahaan

IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, semakin besar laba yang dihasilkan oleh perusahaan maka semakin besar pula nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan IOS merupakan informasi bagi investor dalam keputusan investasinya. Investor berasumsi bahwa dengan IOS mereka juga akan menerima keuntungan dalam jumlah besar. Hal ini juga menunjukkan bahwa sebagian besar investor di Indonesia yang mengandalkan analisis fundamental biasanya melihat pertumbuhan dan perkembangan perusahaan.

7. 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).

8. Analisis Peran Mediasi Kebijakan Dividen pada Hubungan antara Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, IOS terhadap Nilai Perusahaan

Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan variabel yang memediasi hubungan antara struktur kepemilikan dan IOS. 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 struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen artinya kebijakan dividen bukan variabel yang memediasi hubungan variabel. 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 IOS yang 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.

PENUTUP 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. Struktur modal 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. Struktur modal 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. Struktur modal 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

1. Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, 375-390.
2. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, hal. 301 - 325.
3. Hasnawati, Sri, 2010. The Value And Glamor Stocks Performance At The Indonesia Stocks Exchange Using The Price Earning Ratio Approach. *International Business & Economics Research Journal*, Vol. 9 No. 7.
4. Husnan, S dan Pudjiastuti, E. 2008. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* Edisi Kelima.
5. Jensen, Michael. C., & W, H. Meckling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, hal. 305-360.
6. Keown, A.J. 2010. *Manajemen Keuangan : "Prinsip-prinsip dasar dan Aplikasi"* .PT Indeks Kelompok Gramedia. Jakarta.
7. Myers, 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 147-175.
8. Salvatore, Dominick. 2007. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat: Jakarta.
9. Siallagan, Hanomangan dan Machfoedz, Mas'ud. 2006. *Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan*. SNA IX Padang.
10. Sianturi, Ernita.W.M. 2015. *Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi di BEI*. Universitas wulawarman: E-Journal Administrasi Bisnis. Vol. 3. No. 2.
11. Sujono dan Soebiantoro, 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Factor Intern dan Factor Ekstern Terhadap Nilai Preusan, *Jurnal Ekonomi Manajemen*, Fakultas Ekonomi, Universitas Petra.
12. 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. Vol. 6, No. 1.