

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, UKURAN
PERUSAHAAN, PROFITABILITAS DAN STRUKTUR MODAL
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN
SEBAGAI VARIABEL INTERVING
(Studi Empiris Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek
Indonesia Tahun 2011-2016)**

Rico Adi Nugroho¹, Irene Rini Demi Pangestuti², Sugiono³

Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro
Semarang

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of ownership structure, firm size, profitability and capital structure on firm value with dividend policy as intervening variable. The population in this study is manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2011-2016 as many as 153 companies. The research was done by using purposive sampling method. The sample of this research is 26 manufacturing companies during 2011-2016. Data analysis to test the structural equation is using Amos23 program. The results showed that the ownership structure and capital structure had no significant effect on dividend policy, while firm size and profitability had significant influence to dividend policy and dividend policy, ownership structure, firm size, profitability and capital structure had significant effect to firm value. The result of examination of intervening effect shows that statistically dividend policy can not mediate the influence of ownership structure and capital structure to firm value, but dividend policy can mediate the influence of firm size and profitability to firm value.

Keywords: Ownership Structure, Size, Profitability, Capital Structure, Dividend Policy, Corporate Value.

¹ Corresponding author

² Corresponding author

³ Corresponding author

PENDAHULUAN

Setiap perusahaan di dirikan dengan harapan bahwa perusahaan tersebut dapat berkembang dan bersaing dalam jangka waktu yang panjang serta dapat mempertahankan kelangsungan usahanya. Meningkatkan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan merupakan tujuan utama dari perusahaan (Rasyid, 2015). Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Husnan dan Pudjiastuti, 2004).

Investor dalam melakukan keputusan investasi di pasar modal memerlukan informasi tentang penilaian saham. Bagi perusahaan yang telah mempunyai saham (*go public*), nilai perusahaan dapat dinilai dari harga sahamnya di bursa efek. Fama dan French (1998) dalam Husnan dan Pudjiastuti (2004) menyatakan nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya. Nilai pasar saham dapat digunakan sebagai patokan untuk nilai perusahaan yang sebenarnya, seperti yang dinyatakan oleh Haugen (2001) dalam Maramis (2007) nilai perusahaan itu dapat didefinisikan berdasarkan harga saham. Hal ini karena harga saham berisi ekspektasi pasar mengenai masa depan perusahaan.

Price book value (PBV) merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham (Ang, 1997). Berdasarkan perbandingan tersebut, harga saham perusahaan dapat diketahui berada diatas atau dibawah nilai bukunya. Oleh karena itu, keberadaan PBV sangat penting bagi para investor untuk menentukan strateginya. PBV yang tinggi akan membuat investor percaya atas prospek perusahaan kedepan. Haruman (2008) mengungkapkan bahwa peningkatan nilai perusahaan dapat menarik investor untuk berinvestasi, karena investor percaya pada kinerja perusahaan dalam mengelola perusahaan serta prospek perusahaan tersebut dimasa yang akan datang. Sebaliknya nilai perusahaan yang rendah akan membuat investor tidak tertarik untuk membeli saham, karena resiko yang akan ditimbulkan.

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk membagikan pendapatan atau laba dalam bentuk dividen kepada pemegang saham atau menahannya sebagai laba ditahan untuk investasi masa depan (Weston dan Copeland, 1992). Keputusan dividen adalah penting karena mereka menentukan apakah laba dibagikan untuk investor atau dana akan dipertahankan oleh perusahaan untuk investasi (Ross et al, 2002 dalam Uwalomwa, 2011). Lebih dari itu, mereka memberikan informasi kepada stakeholder mengenai kinerja perusahaan. Investasi perusahaan menentukan laba masa depan dan potensi dividen dimasa depan, dan juga mempengaruhi biaya modal (Foong et al., 2007).

Kelangsungan hidup dari setiap perusahaan tergantung pada investasi terus menerus dalam fasilitas dan tenaga kerja dari dana internal, melalui penggunaan

laba ditahan merupakan bagian integral dari sumber keuangan untuk membayar kebutuhan investasi (Bajaj & Vih 1990; Osaze & ANAO, 1990 dalam Rusbina, 2016). Dalam teori keagenan (*agency theory*) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency problem* yakni dividen mempunyai peranan yang penting untuk mengurangi jumlah *free cash flow*. Asumsi dasar dalam *agency theory* adalah perusahaan yang membagikan dividen dapat mengurangi jumlah *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, menurunnya jumlah *free cash flow* diharapkan dapat mengurangi kesempatan manager untuk melakukan proyek investasi yang tidak menguntungkan.

Selain itu dividen juga dapat mempengaruhi harga saham, Gordon (1963) dan Lintner (1962), dalam teori relevansi dividen, menunjukkan adanya hubungan langsung antara kebijakan dividen perusahaan dan nilai pasarnya. Dalam hal ini dividen yang tinggi, harga saham akan cenderung tinggi dan begitu juga nilai perusahaan, sebaliknya Jika dividen rendah, harga saham akan cenderung juga menjadi rendah dan nilai perusahaan rendah. Dalam *theory bird in the hand* disebutkan bahwa investor lebih menyukai dividen, Investor lebih merasa aman memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain* yang belum tentu akan diperoleh pada masa mendatang. Harapan dengan pembagian dividen adalah agar harga saham meningkat dan akhirnya nilai perusahaan juga akan meningkat.

Struktur kepemilikan memiliki peran penting terhadap keputusan apakah laba akan dibagikan atau ditahan ditentukan oleh para pemegang saham melalui RUPS. Dividen payout dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan, Struktur kepemilikan memiliki peran penting untuk menentukan kompetensi pasar dengan memberikan informasi tentang dua hal yakni Pertama akan membantu bagi pemegang saham untuk tingkat diversifikasi risiko dan yang kedua adalah bahwa, itu akan digunakan sebagai alat informasi untuk manajemen tentang kemungkinan masalah keagenan. Dividen dari perusahaan juga dapat dimanfaatkan oleh pemegang saham pengendali untuk mengkompensasi pemegang saham minoritas "keprihatinan dalam lingkungan di mana pengambilalihan oleh pemegang saham pengendali berlaku (faccio et al. 2001).

Dalam realisme, pasar modal, tidak tepat membuat kebijakan dividen yang sesuai dan sebagian besar dipengaruhi oleh adanya friksi pasar (Jensen dan Meckling, 1976). Untuk meminimalkan masalah keagenan, setidaknya mengurangi biaya dan dampak pada nilai perusahaan. Adanya pemegang saham institusi dan kepemilikan manajerial diantisipasi untuk mendukung kepentingan para pemegang saham dan manajer. Oleh karena itu, diharapkan bahwa struktur kepemilikan akan mempengaruhi resolusi dividen perusahaan. Maury dan Pajuste (2002) dalam Arshad, et al (2013) meneliti bahwa afiliasi antara pemegang saham pengendali dan kebijakan dividen bagi perusahaan-perusahaan yang terdaftar Finlandia. Mereka melaporkan bahwa rasio pembayaran dividen yang pesimis terkait dengan usaha kontrol dari pemegang saham pengendali. Di sisi lain, dasar

teoritis dan temuan penelitian eksperimental menunjukkan ada hubungan yang bermakna antara struktur kepemilikan dan biaya agensi.

Ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai equity, ataupun hasil nilai total aktiva dari suatu perusahaan (Riyanto, 2001 dalam Hansen, 2014). Ukuran perusahaan sangat penting bagi investor dan kreditor terkait dengan risiko investasi. Rachmawati dan Triatmoko (2007) menyatakan bahwa perusahaan dengan total aset besar menunjukkan kedewasaan. Perusahaan memiliki arus kas positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam waktu yang relatif lama. Selain itu, perusahaan besar dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka panjang. Hal ini juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih baik menghasilkan keuntungan dari pada perusahaan kecil (Moelyadi, et al, 2014). Perusahaan yang memiliki ukuran yang besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan yang akan direspon positif oleh investor dan membuat harga saham perusahaan meningkat sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan (Hansen, 2014).

Profitabilitas telah menjadi penentu paling signifikan dalam studi sebelumnya terkait dengan kebijakan dividend dan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan seberapa baik, manajemen mampu memanfaatkan total aset untuk menghasilkan pendapatan (Rusibana, 2016). Profitabilitas perusahaan adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih dari kegiatan yang dilakukan dalam suatu periode akuntansi. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Laba menjadi dasar pembagian dividen, apakah dividen tunai atau dividen saham. Profitabilitas dapat menjadi pertimbangan penting bagi investor dalam keputusan investasi mereka. Dengan tawaran untuk mendapatkan keuntungan yang tinggi, diharapkan untuk menarik investor dalam berinvestasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan modal yang diinvestasikan dalam total aktiva untuk menghasilkan laba perusahaan. Semakin tinggi tingkat profitabilitas maka kemungkinan pembagian dividen juga semakin besar (Sartono, 2001).

Struktur modal, Struktur modal adalah bentuk pembelanjaan yang permanen didalam mencerminkan keseimbangan diantara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal terlihat pada hutang jangka panjang dan unsur-unsur dalam modal sendiri, dimana kedua jenis tersebut merupakan dana permanen atau dana jangka panjang. Oleh karena itu maka struktur modal hanya merupakan sebagian saja dari struktur *financial*. Struktur *financial* mencerminkan perimbangan baik dalam artian absolut maupun relatif antara keseluruhan modal asing baik jangka pendek maupun jangka panjang dengan jumlah modal sendiri (Riyanto, 2001). Struktur modal menyangkut aktivitas yang dilakukan untuk memperoleh dana dan menggunakan dana tersebut untuk mencapai tujuan perusahaan. Dana yang dimiliki atau diperoleh perusahaan digunakan sebagai modal untuk menopang kegiatan usahanya. Salah satu kebijakan pendanaan perusahaan adalah penggunaan dana eksternal berupa hutang. Penggunaan hutang ini akan diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya resiko bisnis perusahaan. Penilaian oleh pihak luar tersebut tentunya akan mempengaruhi nilai

perusahaan. Selain itu, peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Peningkatan pendanaan perusahaan dengan hutang dapat digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan karena hutang akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan, sehingga akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen, et al, 1992; Jensen 1986)

Dari uraian diatas dapat diketahui bahwa rata-rata nilai perusahaan manufaktur mengalami penurunan yang cukup signifikan, penurunan tersebut diduga ada hubungannya dengan profitabilitas, DER dan struktur kepemilikan yang juga menunjukkan penurunan. Berdasarkan pada latar belakang diatas dengan adanya perbedaan hasil penelitian terdahulu dan fenomena yang terjadi maka penulis tertarik untuk mengambil judul “ Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2016)”.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

Penelitian ini menganalisis tentang pengaruh struktur kepemilikan, *size*, profitabilitas, dan struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*. Variabel yang digunakan antara lain , variabel dependen terdiri dari *Price to book value* (PBV), yang digunakan sebagai indikator nilai perusahaan. Variabel independen terdiri dari struktur kepemilikan yang diproksikan dengan Kepemilikan institusional sebagai indikator, variabel ukuran perusahaan (*Size*) diproksikan dengan total asset sebagai indikatornya. Variabel profitabilitas yang diproksikan dengan *Return On assets* (ROA) sebagai indikatornya. Variabel struktur modal yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai indikatornya, serta kebijakan dividen sebagai variabel *intervening* yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebagai indikatornya.

Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan dividen

Scott (2000) menjelaskan bahwa tingkat kepemilikan saham institusional yang tinggi akan meningkatkan upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manager, yakni manager melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya. Dalam *agency theory* juga dijelaskan untuk menekan perilaku *opportunistic* manager yakni dengan cara meningkatkan pembagian dividen . Salah satu alasan yang paling sering dikutip mengapa perusahaan membayar dividen adalah tentang arus kas bebas, yang didasarkan pada gagasan bahwa ada konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Dalam *agency theory* dijelaskan bahwa Perilaku *egois* manajer dapat mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk menguntungkan diri sendiri (Jensen dan Meckling, 1976). Oleh karena itu, arus kas bebas dapat membuat masalah keagenan karena dapat digunakan untuk membiayai proyek-proyek yang kurang menguntungkan. Menurut Jensen (1986), dividen mengurangi jumlah uang tunai yang dapat disia-siakan oleh manajer.

Dengan demikian, dividen dapat digunakan sebagai mekanisme untuk mengurangi *agency cost* arus kas bebas.

Hal tersebut sejalan dengan penelitian Rasyid (2015), Sisca (2008) dan Jorenza (2015) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil penelitian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₁ : Struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Ukuran Perusahaan (Size) Terhadap Kebijakan dividen

Ukuran perusahaan dapat menunjukkan sebagai upaya untuk Asses perusahaan berdasarkan aset, jumlah penjualan, rata-rata total penjualan dan total aset rata-rata (Moelyadi, at al, 2014). Ukuran perusahaan dianggap mampu mempengaruhi kebijakan dividen, Perusahaan besar pada umumnya memiliki kekuatan finansial yang lebih besar dalam menunjang kinerja perusahaan. Dalam Teori sinyal juga dijelaskan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, sehingga pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan dengan kualitas perusahaan yang baik atau buruk. *Size* yang besar memudahkan perusahaan dalam masalah pendanaan. Perusahaan umumnya memiliki fleksibilitas dan aksesibilitas yang tinggi dalam masalah pendanaan melalui pasar modal.

Rachmawati dan Triatmoko (2007) menyebutkan bahwa total aset perusahaan besar ini menunjukkan perusahaan memiliki arus kas yang baik atau positif, sehingga dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka panjang. Hal ini juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih baik menghasilkan keuntungan dari perusahaan dengan total aset kecil. Kebijakan perusahaan akan berimplikasi pada prospek arus kas untuk masa depan. Semakin besar total aktiva maupun penjualan maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. Semakin besar aktiva maka semakin besar modal yang ditanam, sementara semakin banyak penjualan maka semakin banyak juga perputaran uang dalam perusahaan untuk menghasilkan keuntungan (Rasyid, 2015). Pernyataan tersebut juga sejalan dengan hasil penelitian Sica (2008) dan firmanda (2015) yang menemukan hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil penelitian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₂ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan dividen

Profitabilitas merupakan suatu indikator kinerja yang dilakukan manajemen dalam mengelola kekayaan perusahaan yang ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan. profitabilitas perusahaan merupakan salah satu cara yang digunakan sebagai penilaian secara tepat sejauh mana tingkat pengembalian yang akan didapat atas aktivitas investasi yang dilakukan. Sesuai dengan *signalling theory* yang menyatakan bahwa pembayaran dividen merupakan “sinyal” bagi investor bahwa perusahaan memperkirakan peningkatan laba di masa mendatang.

Dalam hal ini investor salah satunya akan melihat pada tingkat profitabilitas perusahaan, apakah tingkat profitabilitas perusahaan tersebut stabil atau bahkan

mengalami peningkatan secara terus menerus dalam jangka panjang. Peningkatan profitabilitas yang secara terus menerus dalam jangka panjang menandakan bahwa perusahaan tersebut mengalami pertumbuhan yang dapat dikatakan cukup pesat tiap periodenya. Semakin tinggi profitabilitas berarti semakin baik, karena kemakmuran pemilik perusahaan meningkat dengan semakin tingginya profitabilitas. Profitabilitas yang lebih tinggi, arus kas perusahaan yang lebih tinggi, dan perusahaan diharapkan untuk membayar dividen lebih tinggi (Jensen et al, 1992). Pernyataan tersebut didukung oleh penelitian Rizqia (2013) dan Rasyid (2015) yang menemukan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil penelitian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₃ : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kebijakan dividen

Adnan (2014) menyatakan bahwa semakin tinggi leverage atau hutang suatu perusahaan maka akan semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan. Keputusan dividen perusahaan seringkali dicampuradukkan dengan keputusan pembiayaan dan investasi (Mahadwarta, 2002). Beberapa perusahaan membiayai pengeluaran modal sebagian besar dari pinjaman, sehingga ketersediaan kas perusahaan untuk dibagikan kepada pemegang saham juga besar, dalam kasus ini dividen yang tinggi adalah akibat keputusan peminjaman (*borrowing decision*). Selain itu dividen yang tinggi berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya. Dalam *trade of theory* juga dijelaskan bahwa perusahaan cenderung menggunakan pendanaan untuk membiayai investasinya. Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besarnya laba bersih perusahaan, yang pada gilirannya dapat meningkatkan besarnya *Dividend* yang akan dibayarkan.

Pernyataan tersebut sejalan dengan hasil penelitian Devi H. Sunarya (2013) dan Firmanda (2015) yang menemukan hasil bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil penelitian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₄ : Struktur modal berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Kebijakan dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Dalam *Bird in the Hand Theory* disebutkan oleh Lintner (1956) dan telah didukung oleh berbagai peneliti termasuk (Gordon, 1963) serta Al-Malkawi (2007) menegaskan bahwa dalam dunia ketidakpastian dan asimetri informasi, dividen tersebut dinilai berbeda dari saldo laba (keuntungan modal). Teori ini beranggapan bahwa investor memandang suatu burung di tangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara. Karena ketidakpastian dari arus kas masa depan, investor akan sering cenderung memilih dividen dari pada laba ditahan. Hal ini disebabkan tingginya tingkat ketidakpastian yang berkaitan dengan capital gain dan dividen yang dibayarkan di masa depan. Dividen saat ini lebih mudah diprediksi dari pada capital gain, karena harga saham ditentukan oleh kekuatan pasar dan bukan oleh manajer (Keown, Martin, Petty & Scott, 2007; Gordon, 1963).

Dalam teori signaling oleh Lintner (1956) mengungkapkan bahwa harga saham perusahaan biasanya mengalami perubahan ketika pembayaran dividen. Karena dividen menyediakan “isi informasi” yang dapat mempengaruhi harga pasar saham. Bhattacharya, (1979) menyatakan bahwa dividen dapat berfungsi sebagai sinyal arus kas masa depan yang diharapkan. Peningkatan dividen menunjukkan bahwa manajer mengharapkan arus kas yang lebih tinggi di masa depan. teori ini didasarkan pada asumsi bahwa investor luar memiliki informasi yang tidak sempurna mengenai arus kas masa depan perusahaan dan keuntungan modal. Efek pembayaran dividen yang optimal dapat dilihat sebagai sinyal profitabilitas di masa depan (Bhattacharya, 1979). Perusahaan yang mampu menghasilkan keuntungan yang stabil dan meningkat dapat dilihat sebagai sinyal positif oleh investor terkait dengan kinerja perusahaan, sehingga respon positif akan meningkatkan nilai perusahaan. Pernyataan tersebut sejalan dengan hasil penelitian Rasyid (2015) dan Rizqia (2013) yang menemukan bukti bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₅ : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan

Struktur kepemilikan saham dianggap penting untuk perusahaan dan diyakini mempengaruhi kinerja perusahaan dalam mencapai maksimalisasi nilai perusahaan karena berhubungan dengan kontrol yang mereka miliki dan juga mampu menjelaskan komitmen pemilik untuk menyelamatkan perusahaan. Oleh karena itu, struktur kepemilikan memiliki peran penting dalam menentukan nilai perusahaan. Manager sebagai agen perusahaan memiliki tujuan yang berbeda, terutama dalam hal meningkatkan kinerja individu dan kompensasi yang akan diterima. Jika manajer perusahaan melakukan tindakan keegoisan dengan mengabaikan kepentingan investor, akan menyebabkan runtuhnya harapan investor tentang pengembalian atas investasi mereka (Faizal, 2004).

Apriada (2013) menyebutkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan semakin meningkatkan pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan. Dengan adanya pengawasan pihak eksternal maka jalannya perusahaan dapat lebih diawasi sehingga dapat mencapai tujuan. Nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif (Slovin dan Sushka, 1993 dalam Indrayani, 2011). Hal ini didukung oleh Cruthley et al (1989) yang menemukan bahwa pengawasan yang dilakukan institusi mampu mensubstitusi biaya keagenan lain sehingga biaya keagenan menurun dan nilai perusahaan meningkat. Pernyataan tersebut didukung oleh temuan Rustendi (2008) dan Abu Kosim (2014) serta Esther dan Danson (2014) yang menemukan hasil bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₆ : Struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Ukuran perusahaan akan menentukan pencapaian profitabilitas dan stabilitas, akses yang lebih mudah ke pasar modal, dan biaya transaksi yang lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan kecil (Weston dan Copeland, 1992). Dalam *signaling theor* juga dijelaskan bahwa besarnya ukuran perusahaan merupakan sinyal bagi investordimana perusahaan dengan asset besar memiliki prospek yang baikdimasa yang akan datang dan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dimana perusahaan yang memiliki ukuran yang besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan yang akan direspon positif oleh investor dan membuat harga saham perusahaan meningkat sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan (Hansen,2014). Pernyataan tersebut sejalan dengan temuan Rasyid (2015), Moelyadi, at al (2014), dan Sri Sofyaningsih dan Pancawati Hardiningsih (2011) yang menemukan hasil bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₇ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan *signaling theory*, profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang baik bahwa investor akan merespon positif dan akan meningkatkan nilai perusahaan (Brigham dalam Sujoko, 2007). Sujoko dan Soebiantoro (2007) juga menyatakan hal yang sama bahwa profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang baik, sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut dan nilai perusahaan akan meningkat. Hal tersebut didasarkan karena perusahaan yang berhasil membukukan laba yang meningkat, mengindikasikan perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang baik, sehingga dapat menciptakan sentimen positif para investor. Hal ini didukung oleh Wahyudi (2011) yang berpendapat bahwa tingginya tingkat profitabilitas perusahaan dari tahun ke tahun menunjukkan bahwa ada peningkatan laba bersih perusahaan terkait, laba bersih yang tinggi mungkin menjadi salah satu indikasi bahwa nilai perusahaan telah meningkat, karena tingginya tingkat laba bersih akan mempengaruhi harga saham dan nilai perusahaan juga menjadi lebih tinggi. Pernyataan tersebut sejalan dengan hasil penelitian Rasyid (2015), dan Rizqia (2013) yang menemukan bukti empiris bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₈ : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Struktur modal sangat berpengaruh dalam mencapai tujuan perusahaan untuk memaksimalkan laba pada investasi, sementara itu juga dapat meminimalkan risiko. Dalam rangka untuk mencapai hasil yang maksimal biaya harus minimal, termasuk biaya modal, sehingga perusahaan harus mencari alternatif pembiayaan yang efisien untuk mencapai tujuan perusahaan, pembiayaan yang efisien akan

terjadi jika perusahaan memiliki struktur modal yang optimal (Brigham dan Houston, 2006 dalam Rasyid, 2015). Dalam *agency theory* disebutkan bahwa Efek *Financial leverage* dapat digunakan sebagai alat monitoring perusahaan untuk menurunkan masalah keagenan. Hal ini dapat meningkatkan nilai perusahaan karena masalah keagenan dapat menjadi penghalang untuk meningkatkan nilai perusahaan (Jensen, 1986;). Selain itu, leverage keuangan dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui pengurangan pajak (Modigliani dan Miller, 1963). Dalam *signaling theory* (Fama dan French, 1998) dan *trade of theory* (Modigliani dan Miller, 1963) juga mengungkapkan bahwa peningkatan leverage keuangan pada titik optimal akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pernyataan tersebut sejalan dengan hasil penelitian Rizqia (2013) dan Ela Mahdaleta, et al (2016) yang menemukan bukti empiris bahwa struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₀ : Struktur modal berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening.

Struktur kepemilikan menurut beberapa peneliti diyakini mempengaruhi jalannya perusahaan, yang pada gilirannya mempengaruhi kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh adanya kontrol yang mereka miliki (Wahyudi dan Pawestri, 2005). Dalam *agency theory* disebutkan bahwa manager sebagai agen perusahaan memiliki tujuan yang berbeda, terutama dalam hal meningkatkan kinerja individu dan kompensasi yang akan diterima. Jika manager perusahaan melakukan tindakan keegoisan dengan mengabaikan kepentingan investor, itu akan menyebabkan runtuhnya harapan investor tentang pengembalian atas investasi mereka (Faizal, 2004). Hal ini dapat terjadi karena adanya asimetri informasi, di mana manajer lebih mengetahui akan informasi internal dan prospek perusahaan di masa depan dibandingkan dengan pemegang saham dan pemangku kepentingan. Penyebab konflik antara manajer dan pemegang saham di antaranya pengambilan keputusan yang terkait dengan kebijakan dividen.

Kaitannya dengan pencapaian nilai perusahaan, dalam pelaksanaannya manager dihadapkan pada kebijakan-kebijakan tentang pengelolaan keuangan perusahaan diantaranya yakni kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan perusahaan yang dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Dalam *agency theory* disebutkan bahwa untuk mengurangi konflik antara agen dan principal diantaranya adalah dengan meningkatkan kebijakan dividen, fungsi dividen dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan (kontrol untuk mengecilkan konflik kepentingan dari pemegang saham dan manajer) dalam suatu perusahaan hingga batas tertentu (Jensen, 1986). karena pemegang saham cenderung memilih agar laba dibagikan kepada pemegang saham sedangkan manajer lebih memilih untuk mempertahankan pendapatan. Tujuannya untuk mempertahankan laba, hanya untuk mempertahankan kontrol yang lebih tinggi atas sumber daya.

Untuk perusahaan, kebijakan dividen menjadi penting karena dengan

keputusan kebijakan ini, dapat mempengaruhi manajemen dalam mengambil keputusan untuk menjalankan kebijakan keuangan lainnya (Alii et al., 1993 dalam Uwalomwa, 2011). Perusahaan yang berkomitmen untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham akan percaya bahwa kebijakan dividen dapat mempengaruhi nilai harga saham perusahaan. Itu karena dividen mencerminkan prospek perusahaan untuk mendapatkan keuntungan di masa depan. Kebijakan dividen diharapkan untuk memberikan sinyal positif mengenai kondisi perusahaan. Dengan demikian, kebijakan dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan (Dasilas et al, 2009, Mai, 2010). Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian Nafiah (2016) yang menemukan bukti empiris bahwa kebijakan dividen dapat memediasi antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian di atas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₁₀ : Struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening

Rachmawati dan Triatmoko (2007) menyebutkan bahwa total aset perusahaan besar ini menunjukkan perusahaan memiliki arus kas yang baik atau positif, sehingga dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka panjang. Hal ini juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih baik dalam menghasilkan keuntungan dari pada perusahaan dengan total aset kecil. Kebijakan perusahaan akan berimplikasi pada prospek arus kas untuk masa depan. Ukuran perusahaan akan menentukan pencapaian profitabilitas dan stabilitas, akses yang lebih mudah ke pasar modal, dan biaya transaksi yang lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan kecil (Weston dan Copeland, 1992). Lloyd et al (1985) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berperan untuk menjelaskan *dividend payout ratio* perusahaan. Akses mudah ke berbagai pendanaan eksternal, profitabilitas dan stabilitas adalah catatan yang dimiliki oleh perusahaan besar. Respon positif dari investor dapat meningkatkan nilai perusahaan (Suranta dan Midiastuty, 2003 dalam Rizqia, 2013).

Weston dan Copeland (2010) menemukan bahwa perusahaan besar cenderung memberikan tingkat pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Hal ini karena perusahaan yang lebih besar akan lebih mudah untuk masuk ke pasar modal. Kesempatan ini membuat perusahaan dapat membayar dividen yang besar kepada pemegang saham. Dengan demikian, kebijakan dividen penting untuk memenuhi harapan pemegang saham dengan tidak menghambat pertumbuhan perusahaan. Dalam *theory bird in the hand* Dividen diterima pada saat ini akan memiliki nilai lebih tinggi dari *capital gain* yang diterima di masa depan, sehingga investor tidak bersedia untuk berspekulasi dan lebih memilih dividen daripada *capital gain* (Prihantoro, 2003). Gordon - Lintner berpendapat bahwa dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Rasyid (2015) yang menemukan hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen

sebagai variabel intervening. Berdasarkan hasil penelitian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₁₁ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening

Profitabilitas yang lebih tinggi, arus kas perusahaan yang lebih tinggi, dan perusahaan diharapkan untuk membayar dividen lebih tinggi (Jensen et al, 1992, Abor dan Bokpin, 2010). Haruman (2008) mengungkapkan bahwa peningkatan nilai perusahaan dapat menarik investor untuk berinvestasi. Investor yang tertarik akan return (profitabilitas) yang lebih tinggi. Weston dan Copelan (1995) mendefinisikan profitabilitas sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Profitabilitas yang lebih tinggi dapat meningkatkan harga saham perusahaan.

Berdasarkan *signaling theory* Efek pembayaran dividen yang optimal dapat dilihat sebagai sinyal profitabilitas dimasa depan (Bhattacharya, 1979). Perusahaan yang mampu menghasilkan keuntungan yang stabil dan meningkat dapat dilihat sebagai sinyal positif oleh investor terkait dengan kinerja perusahaan, sehingga respon positif akan meningkatkan nilai perusahaan. Pembayaran dividen yang lebih tinggi menunjukkan prospek yang lebih baik dari perusahaan sehingga investor akan tertarik untuk membeli saham dan kinerja perusahaan pasar akan meningkat. Hal ini sejalan dengan penelitian Rasyid (2015), Rizqia (2013) dan Nafiah (2016) yang menemukan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Berdasarkan hasil penelitian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₁₂ : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening.

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening

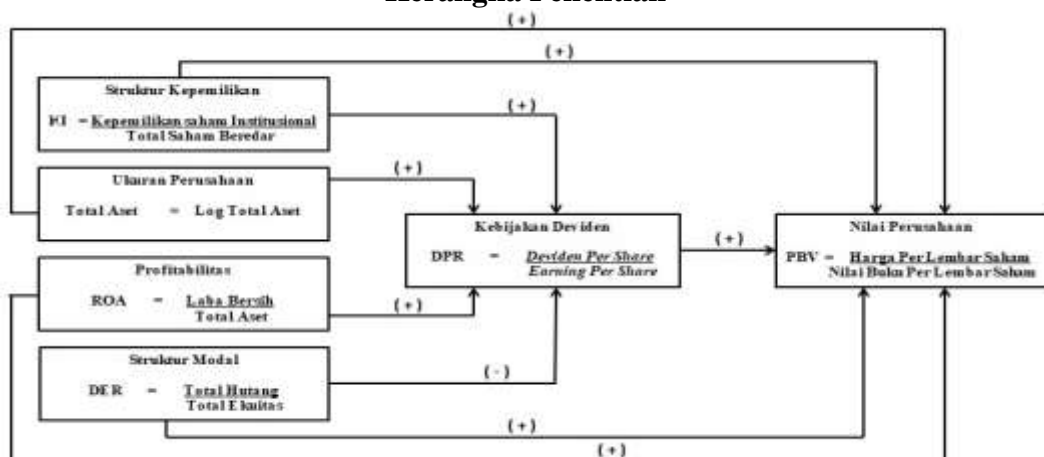
Struktur modal menyangkut aktivitas yang dilakukan untuk memperoleh dana dan menggunakan dana tersebut untuk mencapai tujuan perusahaan. Dana yang dimiliki atau diperoleh perusahaan digunakan sebagai modal untuk menopang kegiatan usahanya. Salah satu kebijakan pendanaan perusahaan adalah penggunaan dana eksternal berupa hutang. Dalam *packing order theory* dijelaskan bahwa peningkatan level hutang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima. Peningkatan utang akan menyebabkan risiko kebangkrutan perusahaan dan manajer dapat kehilangan pekerjaannya sehingga lebih memotivasi manajer untuk menggunakan arus kas secara efisien dan mengurangi tunjangan mereka (Modigliani dan Miller, 1963). Selain itu, dengan utang yang tinggi, manajer berada dibawah tekanan dari investasi proyek menguntungkan untuk menghasilkan arus kas yang dapat digunakan untuk pembayaran periodik bunga dan pokok (Nguyen, 2014).

Dengan demikian, leverage keuangan perusahaan yang lebih tinggi akan semakin rendah kebijakan dividen perusahaan (Jensen et al., 1992), karena laba perusahaan akan berkurang untuk membayar biaya modal atas hutang. Rendahnya dividen memiliki dampak negative terhadap nilai perusahaan, hal ini didasarkan bahwa efek pembayaran dividen yang optimal dapat dilihat sebagai sinyal profitabilitas dimasa depan (Bhattacharya, 1979). Perusahaan yang mampu menghasilkan keuntungan yang stabil dan meningkat dapat dilihat sebagai sinyal positif oleh investor terkait dengan kinerja perusahaan, sehingga respon positif akan meningkatkan nilai perusahaan. Tapi sebaliknya rendahnya dividen dianggap investor sebagai sinyal negative atas kinerja perusahaan. Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian Mardasari (2014) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh mediasi kebijakan dividen atas pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Tingginya hutang perusahaan mengakibatkan menurunnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Hal ini karena laba yang dihasilkan perusahaan akan lebih banyak digunakan untuk membayar bunga dan pokok pinjaman kepada pihak kreditor dibandingkan akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Rendahnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham akan menurunkan nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₁₃ : Struktur modal berpengaruh negative terhadap Nilai Perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai varibel intervening.

Berdasarkan pada hubungan antar variabel diatas dan juga beberapa hasil penelitian yang mendasari pengambilan hipotesis maka kerangka pemikiran dalam penelitian ini digambarkan dalam bentuk model penelitian sebagai berikut

Gambar 2.1
Kerangka Penelitian



Sumber : Moelyadi (2014), Rasyid (2015), Rizqia (2013), Mardasari (2014), Bernandhi (2013)

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Variabel Dependen

Price Book To Value (PBV)

Variabel dependen dalam penelitian ini yaitu *Price to Book Value (PBV)*, PBV digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya. *Price book value (PBV)*, menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan menciptakan nilai relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. PBV (*Price to Book Value*) yang merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham (Ang, 1997), menunjukkan nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya (*overvalued*) atau lebih kecil dari nilai bukunya (*undervalued*). Satuan pengukuran PBV adalah dalam persentase yang dapat dihitung menggunakan rumus sebagai berikut (Kusumajaya, 2011) :

$$\text{Nilai Perusahaan (PBV)} = \frac{\text{Harga Pasar per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku per Lembar Saham}} \times 100\%$$

Variabel Independen

Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan adalah perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (insider) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor (Jahera dan Aurburn, 1996). Struktur kepemilikan dapat diukur dengan indikator Kepemilikan Institusional, Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh investor institusi (Apriada, 2013). Menurut Asmawati (2015) menyatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh pihak institusi perusahaan pada akhir tahun. Kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{Kepemilikan Institusional (KI)} = \frac{\text{Kepemilikan Saham Institusi}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat didefinisikan sebagai upaya untuk Asses perusahaan berdasarkan aset, jumlah penjualan, rata-rata total penjualan dan total aset rata-rata (Moelyadi, at al, 2014). Sedangkan menurut Mulianti (2009) Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aktiva atau total penjualan bersih. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan indikator sebagai berikut :

$$\text{Total Aset} = \text{Ln Total Aset}$$

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Profitabilitas dapat diukur dengan indikator sebagai *Return on Assets (ROA)*, *Return On Assets (ROA)* menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva yang dipergunakan. Rumus ROA dapat dihitung sebagai berikut :

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

Struktur Modal

Menurut Kusumajaya (2011), struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Oleh karena itu, struktur modal diukur dengan indikator sebagai *Debt to equity ratio* (DER). DER merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat penggunaan hutang terhadap total *shareholder's equity* yang dimiliki perusahaan. DER dihitung dengan rumus :

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Variabel Mediator Kebijakan Dividen

Kebijakan deviden adalah kebijakan yang dikaitkan dengan penentuan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai deviden atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan (Sukirni, 2011). Kebijakan dividen diukur dengan indikator sebagai DPR (*Dividend Payout Ratio*) merupakan iktikat manajemen untuk membagi kinerjanya kepada para pemegang saham (Hadi, 2013). Menurut Robert Ang (1997), *Dividend Payout Ratio* adalah deviden per lembar saham dibagi laba per lembar saham. *dividend payout ratio* adalah persentase pendapatan yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai deviden kas. Rasio ini menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk tunai.

Menurut Robert Ang (1997), *dividen payout ratio* dapat dihitung dengan :

$$\text{DPR} = \frac{\text{Devidend Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

Populasi dan Sampel

Populasi

Populasi adalah keseluruhan dan karakteristik atau unit hasil pengukuran yang menjadi objek penelitian. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Ghozali 2011). Selama tahun 2011-2016 terdapat 148 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

Sampel

Sampel adalah bagian dari populasi yang ingin diteliti. Pada penelitian ini digunakan metode purposive sampling yang berarti penentuan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Adapun kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

- a. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 6 tahun berturut-turut sejak tahun 2011-2016
- b. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dalam keadaan laba selama 6 tahun berturut-turut sejak tahun 2011-2016 dan perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan dalam bentuk Rupiah selama 5 tahun berturut-turut sejak tahun 2011-2016
- c. Perusahaan yang membagikan dividen selama 6 tahun berturut-turut sejak 2011-2016.

TEKNIK ANALISIS

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran atau mendeskripsikan suatu data dalam variabel yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), minimum, maksimum dan standar deviasi (Ghozali, 2011). Statistika deskriptif adalah statistika untuk menggambarkan atau mendeskripsikan data menjadi sebuah informasi yang lebih jelas dan mudah dipahami.

Analisis Jalur

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah model kausalitas atau hubungan pengaruh. Untuk menguji hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini maka teknik analisis yang digunakan adalah analisis jalur atau path analysis yang dioperasikan melalui program *AMOS*. Permodelan penelitian melalui Analisis Jalur memungkinkan seorang peneliti dapat menjawab pertanyaan penelitian yang cukup kompleks.

Analisis jalur digunakan untuk analisis karena model lebih kompleks dibanding regresi linier berganda namun masing-masing *variable* adalah merupakan *variable* terukur (*observed variable*).

$$\text{Kebijakan Dividen} = b_1 \text{SK} + b_2 \text{SIZE} + b_3 \text{Profit} + b_4 \text{SM} + e_1$$

$$\text{Nilai Perusahaan} = b_5 \text{SK} + b_6 \text{SIZE} + b_7 \text{Profit} + b_8 \text{KD} + e_2$$

Keterangan :

SK : Struktur kepemilikan

Size ; Ukuran Perusahaan

Profit : Profitabilitas

SM : Struktur modal

KD : Kebijakan dividen

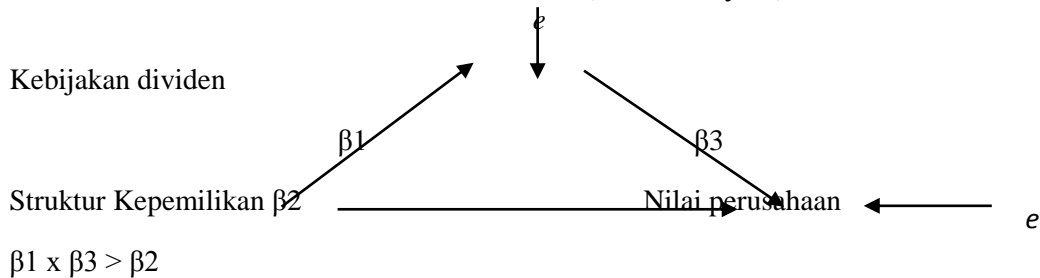
Pada penelitian ini, Ferdinand, (2006) menyarankan agar menggunakan matriks varians/kovarians pada saat pengujian teori sebab varians/kovarians lebih memenuhi asumsi metodologi dimana *standard error* yang dilaporkan menunjukkan angka yang lebih akurat dibandingkan dengan matriks korelasi (dimana dalam matriks korelasi rentang yang umum berlaku adalah $(0 \leq r \leq 1)$). Program komputer yang digunakan sebagai untuk mengestimasi model adalah program *AMOS* dengan menggunakan teknik *maximum likelihood estimation*.

Uji Mediasi

Variabel intervening merupakan variabel antara atau mediating, fungsinya memediasi hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen.

Dalam contoh hubungan antara struktur kepemilikan dengan Nilai Perusahaan di mediasi oleh variabel kebijakan dividen. Jadi kebijakan dividen sebagai intervening atau kalau digambarkan seperti di bawah ini :

Gambar 3.2
Model Analisis Jalur (*Path Analysis*)



Dalam gambar dapat dijelaskan bahwa struktur kepemilikan dapat berpengaruh langsung terhadap Nilai Perusahaan, tetapi dapat juga pengaruhnya tidak langsung yaitu lewat variabel kebijakan dividen lebih dahulu baru ke Nilai Perusahaan. Untuk menguji pengaruh variabel intervening digunakan metode analisis jalur (*Path Analysis*). Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linear berganda, atau analisis jalur adalah penggunaan analisis regresi untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel (model kasual) yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori. Analisis jalur sendiri tidak dapat menentukan hubungan sebab-akibat dan juga tidak dapat digunakan sebagai substitusi bagi peneliti untuk melihat hubungan kausalitas antar variabel. Hubungan kausalitas antar variabel telah dibentuk dengan model berdasarkan landasan teoritis. Apa yang dapat dilakukan oleh analisis jalur adalah menentukan pola hubungan antara tiga atau lebih variabel dan tidak dapat digunakan untuk mengkonfirmasi atau menolak hipotesis kausalitas imajiner.

Rumusan matematisnya dapat dijelaskan sebagai berikut:

Pengaruh langsung struktur kepemilikan ke nilai perusahaan	= β_2
Pengaruh tak langsung SK ke KD ke NP	= $\beta_1 \times \beta_3$
Total pengaruh (korelasi SK ke NP)	= $\beta_2 + (\beta_1 \times \beta_3)$

Koefisien jalur adalah *standardized* koefisien regresi. Korelasi jalur dihitung dengan membuat dua persamaan struktural yaitu persamaan regresi yang menunjukkan hubungan yang dihipotesiskan.

Sobel Test

Sobel test menghendaki asumsi jumlah sampel besar dan nilai koefisien mediasi berdistribusi normal. Menurut Ghazali, (2011) pada sampel kecil yang distribusi umumnya tidak normal, bahkan koefisien mediasi merupakan hasil perkalian koefisien dua variabel biasanya distribusinya menceng positif sehingga *symetric confidence interval* berdasarkan pada asumsi normalitas akan menghasilkan *underpower* test mediasi. Perhitungan sobel test melalui standard

error, perhitungan Standar error dari koefisien *indirect effect* (S_{p2p3})

$$S_{p2p3} = \sqrt{p3^2 Sp2^2 + p2^2 Sp3^2 + Sp22 Sp3^2}$$

Berdasarkan hasil S_{p2p3} maka dapat dihitung nilai t statistik pengaruh mediasi dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{p2p3}{S_{p2p3}}$$

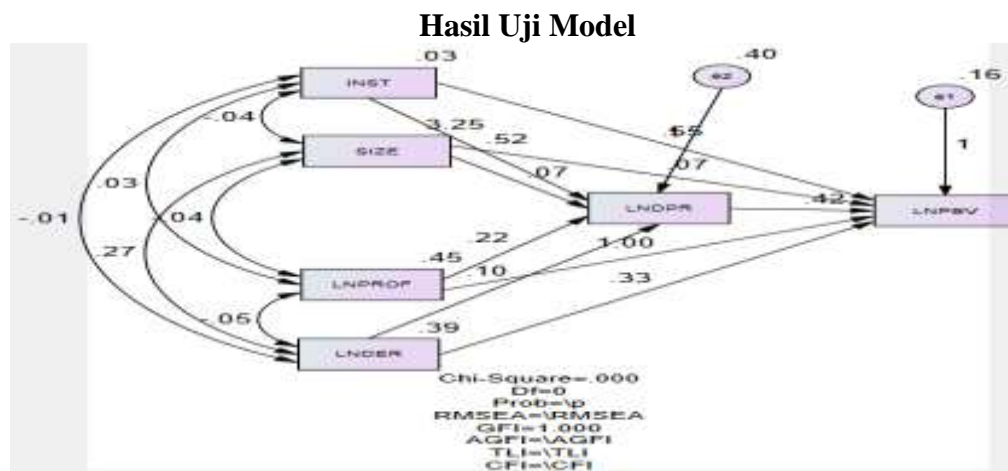
Jika nilai t hitung lebih besar dari t tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi signifikan yang berarti ada pengaruh mediasi.

HASIL ANALISIS

Analisis Jalur

Untuk menguji pengaruh variabel intervening dapat menggunakan metode analisis jalur. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi untuk menilai hubungan kausalitas antar variabel yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori. Analisis jalur sendiri tidak dapat menentukan hubungan sebab akibat dan juga tidak dapat digunakan sebagai substitusi bagi peneliti untuk melihat hubungan kausalitas antar variabel. Hubungan kausalitas dibentuk dengan model berdasarkan pada landasan teoritis. Analisis jalur menentukan pola hubungan antara tiga variabel atau lebih dan dapat digunakan untuk mengkonfirmasi atau menolak hipotesis kausalitas imajiner (Imam Ghozali,2013).

Hasil pengujian parameter diperoleh sebagai berikut :



Sumber : Data sekunder yang diolah, 2017

Model persamaan struktural berdasarkan hasil tersebut dapat ditulis sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{LnDPR} &= 0,524 \text{ INST} + 0,075 \text{ SIZE} + 0,220 \text{ LnPROF} + 0,105 \text{ LnDER} + e_1 \\ \text{LnPBV} &= 0,546 \text{ INST} + 0,073 \text{ SIZE} + 1,005 \text{ LnPROF} + 0,329 \text{ LnDER} + 0,421 \\ &\quad \text{LnDPR} + e_2 \end{aligned}$$

Berdasarkan persamaan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut :

- a. Pengaruh koefisien kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen (DPR) diperoleh sebesar 0,524. Hal ini berarti bahwa peningkatan kepemilikan institusional dari perusahaan maka akan berpotensi meningkatkan kebijakan dividen (DPR).
- b. Pengaruh koefisien Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap kebijakan dividen (DPR) diperoleh sebesar 0,075. Hal ini berarti bahwa peningkatan asset perusahaan dari perusahaan akan berpotensi meningkatkan kebijakan dividen (DPR).
- c. Pengaruh koefisien Profitabilitas (ROA) terhadap kebijakan dividen (DPR) diperoleh sebesar 0,220. Hal ini berarti bahwa peningkatan Profitabilitas (ROA) dari perusahaan berpotensi meningkatkan kebijakan dividen (DPR).
- d. Pengaruh koefisien struktur modal (DER) terhadap kebijakan dividen (DPR) diperoleh sebesar 0,105. Hal ini berarti bahwa peningkatan struktur modal (DER) dari perusahaan berpotensi meningkatkan kebijakan dividen (DPR).
- e. Pengaruh koefisien kebijakan dividen (DPR) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) diperoleh sebesar 0,421. Hal ini berarti bahwa peningkatan kebijakan dividen (DPR) dari perusahaan dapat berpotensi meningkatkan Nilai Perusahaan (PBV).
- f. Pengaruh koefisien kepemilikan institusional terhadap Nilai Perusahaan (PBV) diperoleh sebesar 0,546. Hal ini berarti bahwa peningkatan kepemilikan institusional dari perusahaan dapat berpotensi meningkatkan Nilai Perusahaan (PBV).
- g. Pengaruh koefisien Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) diperoleh sebesar 0,073. Hal ini berarti bahwa peningkatan asset perusahaan dari perusahaan berpotensi meningkatkan Nilai Perusahaan (PBV).
- h. Pengaruh koefisien profitabilitas (ROA) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) diperoleh sebesar 1,005. Hal ini berarti bahwa peningkatan profitabilitas (ROA) dari perusahaan berpotensi menurunkan Nilai Perusahaan (PBV).
- i. Pengaruh koefisien Struktur Modal (DER) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) diperoleh sebesar 0,329. Hal ini berarti bahwa peningkatan Struktur Modal (DER) dari perusahaan berpotensi meningkatkan Nilai Perusahaan (PBV).

PEMBAHASAN

Regression Weight Model Jalur

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
LNDPR <--- INST	.524	.326	1.608	.108	par_1
LNDPR <--- SIZE	.075	.030	2.464	.014	par_2
LNDPR <--- LNPROF	.220	.081	2.717	.007	par_3
LNDPR <--- LNDER	.105	.087	1.203	.229	par_4
LNPBV <--- LNDER	.329	.056	5.920	***	par_5
LNPBV <--- INST	.546	.209	2.610	.009	par_6
LNPBV <--- LNDPR	.421	.051	8.177	***	par_7
LNPBV <--- SIZE	.073	.020	3.711	***	par_8
LNPBV <--- LNPROF	1.005	.053	19.018	***	par_9

Sumber : Data sekunder yang diolah

Keterangan: *** Menunjukkan Signifikansi 0,000

Kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh investor institusi (Apriada, 2013), sedangkan kebijakan dividen menurut Martati (2010) adalah keputusan apakah laba diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Tidak signifikannya kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dimungkinkan adanya sudut pandang investor institusi yang berbeda, dimana sebagian investor institusi menginginkan dividen yang dibagikan lebih besar untuk kesejahteraannya saat ini sedangkan disisi lain investor institusi menginginkan bahwa sebagian besar laba ditahan guna untuk pembiayaan investasi dengan harapan bahwa laba dimasa yang akan datang lebih besar dan kesejahteraannya juga lebih besar. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Firmada (2015) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Ukuran perusahaan menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan dianggap mampu mempengaruhi kebijakan dividen, Perusahaan besar pada umumnya memiliki kekuatan finansial yang lebih besar dalam menunjang kinerja perusahaan. Dalam Teori sinyal juga dijelaskan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, sehingga pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan dengan kualitas perusahaan yang baik atau buruk. Total Aset yang besar memudahkan perusahaan dalam masalah pendanaan. Rachmawati dan Triatmoko (2007) menyebutkan bahwa total aset perusahaan besar ini menunjukkan perusahaan memiliki arus kas yang baik atau positif, sehingga dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka panjang. Hal ini juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih baik menghasilkan keuntungan dari perusahaan dengan total aset kecil. Temuan ini sejalan dengan gagasan Syed & Wasim (2011) bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Weston dan Copeland (2010) menemukan bahwa perusahaan besar cenderung memberikan tingkat dividen yang lebih tinggi dari perusahaan kecil. Pernyataan tersebut juga sejalan dengan hasil penelitian Sisca (2008), Abdul Rasyid, et al (2015), Christopher Maladjian (2014) dan firmanda (2015) yang menemukan hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas perusahaan merupakan salah satu cara yang digunakan sebagai penilaian secara tepat sejauh mana tingkat pengembalian yang akan didapat atas aktivitas investasi yang dilakukan. Sesuai dengan *signalling theory* yang menyatakan bahwa pembayaran dividen merupakan “sinyal” bagi investor bahwa perusahaan memperkirakan peningkatan laba di masa mendatang. Peningkatan profitabilitas yang secara terus menerus dalam jangka panjang menandakan bahwa perusahaan tersebut mengalami pertumbuhan. Jensen et al (1992), menjelaskan semakin tinggi profitabilitas berarti semakin baik, karena kemakmuran pemilik perusahaan meningkat dengan semakin tingginya profitabilitas. Profitabilitas yang lebih tinggi, arus kas perusahaan yang lebih tinggi, dan perusahaan diharapkan untuk membayar dividen lebih tinggi. Serta didukung oleh penelitian Rizqia (2013), Moelyadi, et al (2014) dan Rasyid (2015) yang menemukan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Struktur modal menunjukkan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Hubungan struktur modal dengan kebijakan dividen didasarkan pada teori keagenan, di mana upaya perusahaan untuk meminimalkan masalah keagenan dapat dilakukan dengan meningkatkan jumlah utang atau meningkatkan dividen (Jensen dan Meckling, 1976). Leverage keuangan tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak menggunakan mekanisme ikatan untuk mengurangi masalah keagenan. Kendala keuangan tidak mempengaruhi keputusan dividen perusahaan. Itu karena perusahaan dapat terus membagikan dividen jika dividen masa depan dibayar dari keuntungan yang diperoleh setelah penandatanganan perjanjian pinjaman, dan modal kerja bersih tidak di bawah jumlah yang ditentukan (Weston dan Copeland, 1992). Temuan ini tidak mendukung teori keagenan yang mendasari hubungan dalam kebijakan leverage dan dividen keuangan (Jensen et al., 1992). Namun temuan ini mendukung hasil penelitian Rizky Budi Mardasari (2014) dan Rizqia et al (2013) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kebijakan dividen menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Tinggi rendahnya dividen akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Perusahaan dengan DPR tinggi cenderung meningkatkan nilai perusahaan begitu juga sebaliknya. Temuan ini juga mendukung *signaling theory* oleh Lintner (1956) mengungkapkan bahwa harga saham perusahaan biasanya mengalami perubahan ketika pembayaran dividen. Karena dividen menyediakan

“isi informasi” yang dapat mempengaruhi harga pasar saham. Bhattacharya, (1979) menyatakan bahwa dividen dapat berfungsi sebagai sinyal arus kas masa depan yang diharapkan. Peningkatan dividen menunjukkan bahwa manajer mengharapkan arus kas yang lebih tinggi di masa depan. teori ini didasarkan pada asumsi bahwa investor luar memiliki informasi yang tidak sempurna mengenai arus kas masa depan perusahaan dan keuntungan modal. Asumsi lain yang penting adalah bahwa dividen dikenakan pajak pada tingkat yang lebih tinggi dibandingkan dengan *capital gain*. Perusahaan yang mampu menghasilkan keuntungan yang stabil dan meningkat dapat dilihat sebagai sinyal positif oleh investor terkait dengan kinerja perusahaan, sehingga respon positif akan meningkatkan nilai perusahaan. Pernyataan tersebut sejalan dengan hasil penelitian Rasyid (2015) dan Rizqia (2013) yang menemukan bukti bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional bertindak sebagai pengawas dan control terhadap tindakan manajemen yang dapat merugikan perusahaan. Temuan ini mendukung *agency theory* yang menjelaskan bahwa untuk meningkatkan pengawasan atau monitoring perusahaan yakni dengan cara meningkatkan kepemilikan institusional (Crutchley dan Hansen, 1986). Apriada (2013) menyebutkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan semakin meningkatkan pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan. Dengan adanya pengawasan pihak eksternal maka jalannya perusahaan dapat lebih diawasi sehingga dapat mencapai tujuan. Nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif (Slovin dan Sushka, 1993 dalam Indrayani, 2011). Hal ini didukung oleh Cruthley et al., dalam Susanti (2015) yang menemukan bahwa pengawasan yang dilakukan institusi mampu mensubstitusi biaya keagenan lain sehingga biaya keagenan menurun dan nilai perusahaan meningkat. Pernyataan tersebut didukung oleh temuan Rustendi (2008) dan Abu Kosim (2014) serta Esther dan Danson (2014) yang menemukan hasil bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Total aset perusahaan besar menunjukkan perusahaan memiliki arus kas yang baik atau positif, sehingga dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka panjang (Rachmawati dan Triatmoko, 2007). Hal ini juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih baik menghasilkan keuntungan dari perusahaan dengan total aset kecil. Ukuran perusahaan akan menentukan pencapaian profitabilitas dan stabilitas, akses yang lebih mudah ke pasar modal, dan biaya transaksi yang lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan kecil (Weston dan Copeland, 1992). Besarnya asset yang dimiliki perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan, begitu juga sebaliknya kecilnya asset yang dimiliki perusahaan juga dapat menurunkan nilai perusahaan. Hal ini dimungkinkan perusahaan dengan asset yang besar dipandang lebih stabil keuangannya, dan lebih mampu menghasilkan keuntungan yang tinggi. Temuan ini mendukung *signaling theory* yang menyatakan bahwa besarnya ukuran

perusahaan merupakan sinyal bagi investor dimana perusahaan dengan asset besar memiliki prospek yang baikdimasa yang akan datang dan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dimana perusahaan yang memiliki ukuran yang besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan yang akan direspon positif oleh investor dan membuat harga saham perusahaan meningkat sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan (Hansen,2014). Pernyataan tersebut sejalan dengan temuan Rasyid (2015), Moelyadi, at al (2014), dan Sri Sofyaningsih dan Pancawati Hardiningsih (2011) yang menemukan hasil bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Rasio profitabilitas ini akan memberikan gambaran tentang tingkat efektifitas pengelolaan perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas berarti semakin baik,karena kemakmuran pemilik perusahaan meningkat dengan semakin tingginya profitabilitas. Profit yang tinggi merupakan tujuan utama perusahaan, dengan profit yang tinggi akan menarik minat investor berinvestasi diperusahaan sehingga harga saham akan naik, naiknya harga saham akan meningkatkan nilai perusahaan. Temuan ini mendukung signaling theory yang menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang baik bahwa investor akan merespon positif dan akan meningkatkan nilai perusahaan (Brigham dalam Sujoko, 2007).Sujoko dan Soebiantoro (2007) juga menyatakan hal yang sama bahwa profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang baik, sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut dan nilai perusahaan akan meningkat.Hal tersebut didasarkan karena perusahaanyang berhasil membukukanlaba yang meningkat, mengindikasikan perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang baik, sehingga dapat menciptakan sentimen positif para investor. Pernyataan tersebut sejalan dengan hasil penelitian Rasyid (2015), Zumrotun Nafiah (2016), Moelyadi at al (2014), dan Rizqia (2013) yang menemukan bukti empiris bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Struktur modal sangat berpengaruh dalam mencapai tujuan perusahaan untuk memaksimalkan laba pada investasi, sementara itu juga dapat meminimalkan risiko. Dalam rangka untuk mencapai hasil yang maksimal biaya harus minimal, termasuk biaya modal, sehingga perusahaan harus mencari alternatif pembiayaan yang efisien untuk mencapai tujuan perusahaan, pembiayaan yang efisien akan terjadi jika perusahaan memiliki struktur modal yang optimal (Brigham dan Houston, 2006 dalam Rasyid, 2015). Perusahaan dengan hutang yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan dan sebaliknya, hal ini dimungkinkan bahwa peningkatan hutang perusahaan digunakan untuk pembiayaan investasi dimana nilai manfaat yang didapat dari peningkatan hutang lebih besar dari pada biaya tersebut sehingga laba perusahaan dapat meningkat.

Kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Tidak dapat memediasinya kebijakan dividen terhadap hubungan kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan ini karena secara partial struktur kepemilikan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kebijakan dividen merupakan variabel pemediasi hubungan antara size dengan nilai perusahaan. Dapat memediasinya kebijakan dividen terhadap hubungan size dengan nilai perusahaan ini karena secara partial size berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividend an nilai perusahaan.

Kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Dapat memediasinya kebijakan dividen terhadap hubungan profitabilitas dengan nilai perusahaan ini karena secara partial profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

Kebijakan tidak dapat memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Tidak dapat memediasinya kebijakan dividen terhadap hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan ini karena secara partial struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

SIMPULAN

Temuan dari penelitian yang menjelaskan hubungan variabel kepemilikan institusional, SIZE, ROA, dan DER terhadap PBV dengan DPR sebagai variabel intervening pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2016 menghasilkan beberapa simpulan sebagai berikut:

1. Kepemilikan institusional berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.
2. Ukuran berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.
3. Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.
4. Struktur modal berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.
5. Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
6. Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan..
7. Ukuran berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
8. Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan
9. Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

10. Kepemilikan institusional berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening..
11. Ukuran berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening...
12. Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening.
13. Struktur modal berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening.

Implikasi Manajerial

Implikasi Kebijakan Manajemen

Berdasarkan hasil analisis yang ada, dapat direkomendasikan beberapa implikasi kebijakan manajemen bagi perusahaan antara lain :

1. Profitabilitas berpengaruh positif dan paling besar pengaruhnya terhadap kebijakan dividen, yaitu sebesar 0.220. Hal tersebut berarti besarnya laba perusahaan mampu meningkatkan kebijakan dividend. Oleh karena itu diharapkan agar manager perusahaan lebih memaksimalkan keuntungan perusahaan agar investor tertarik untuk berinvestasi di perusahaanya.
2. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, yaitu sebesar 0.075. Hal tersebut berarti besarnya aset perusahaan mampu meningkatkan dividend. Oleh karena itu diharapkan manager perusahaan meningkatkan aset dan mengoptimalkan penggunaan aset sehingga keuntungan perusahaan dapat meningkat dan dividen yang dibagikan juga akan meningkat.
3. Profitabilitas berpengaruh positif dan paling besar pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, yaitu sebesar 1.005. Hal tersebut berarti besarnya laba perusahaan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu diharapkan agar manager perusahaan dapat meningkatkan keuntungan perusahaan agar investor tertarik untuk berinvestasi diperusahaanya sehingga semakin banyak investor yang menginginkan saham perusahaan maka semakin besar nilai perusahaan tersebut .
4. Kepemilikan insitutsional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, yaitu sebesar 0.546. Hal tersebut berarti besarnya saham perusahaan yang dimiliki pihak institusi mampu meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini didasarkan karena kepemilikan institusi memiliki peran dalam melakukan control dan pengawasan terhadap kiner manajer .
5. Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, yaitu sebesar 0.329. Hal tersebut berarti besarnya hutang perusahaan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu diharapkan agar manager dapat membuat keputusan pendanaan yang tepat dimana manfaat yang di dapat dari hutang lebih besar dari pada biaya yang harus dikeluarkan sehingga dapat meningkatkan keuntungan perusahaan yang akan berimbas pada peningkatan nilai perusahaan.
6. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, yaitu sebesar 0.073. Hal tersebut berarti besarnya aset perusahaan mampu

meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu diharapkan agar manager perusahaan lebih dapat memaksimalkan asetnya agar keuntungan perusahaan dapat meningkat dan nilai perusahaan juga akan meningkat.

Implikasi Kebijakan Investor

Berdasarkan hasil analisis yang ada, dapat direkomendasikan beberapa implikasi kebijakan investor antara lain :

1. Profitabilitas berpengaruh positif dan paling besar pengaruhnya terhadap kebijakan dividen, yaitu sebesar 0.220. Hal tersebut berarti besarnya laba perusahaan mampu meningkatkan kebijakan dividen. Oleh karena itu diharapkan bagi investor yang ingin berinvestasi pada saham-saham perusahaan manufaktur dengan tujuan mendapat keuntungan dapat berinvestasi pada saham yang memiliki profitabilitas yang tinggi, karena dengan profitabilitas yang tinggi dividen yang dibagi juga besar sehingga kesejahteraan investor meningkat.
2. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, yaitu sebesar 0.075. Hal tersebut berarti besarnya aset perusahaan mampu meningkatkan dividen. Oleh karena itu diharapkan bagi investor yang ingin melakukan transaksi jual dan beli ke perusahaan manufaktur dengan tujuan mendapat keuntungan dapat berinvestasi pada saham perusahaan yang besar, karena perusahaan yang besar akan membagikan dividen yang besar sehingga kesejahteraan investor juga meningkat.
3. Profitabilitas berpengaruh positif dan paling besar pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, yaitu sebesar 1.005. Hal tersebut berarti besarnya laba perusahaan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu diharapkan bagi investor yang ingin melakukan transaksi jual dan beli ke perusahaan manufaktur dengan tujuan mendapat keuntungan dapat berinvestasi pada saham yang memiliki profitabilitas yang besar karena besarnya profitabilitas berarti nilai perusahaan juga meningkat sehingga kesejahteraan investor juga meningkat..
4. Kepemilikan insitutsional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, yaitu sebesar 0.546. Hal tersebut berarti besarnya saham perusahaan yang dimiliki pihak institusi mampu meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu diharapkan bagi investor yang ingin melakukan transaksi jual dan beli ke perusahaan manufaktur dengan tujuan mendapat keuntungan dapat berinvestasi pada saham yang Kepemilikan Institusionalnya juga besar, karena akan meningkatkan nilai perusahaan sehingga kemakmuran investor juga akan meningkat.
5. Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, yaitu sebesar 0.329. Hal tersebut berarti besarnya hutang perusahaan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu diharapkan bagi investor yang ingin melakukan transaksi jual dan beli ke perusahaan manufaktur dengan tujuan mendapat keuntungan dapat berinvestasi pada saham yang memiliki hutang yang besar karena semakin besar hutang akan memudahkan perusahaan dalam urusan pendanaan sehingga nilai

perusahaan juga akan meningkat dan kesejahteraan investor juga akan meningkat.

6. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, yaitu sebesar 0.073. Hal tersebut berarti besarnya aset perusahaan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu diharapkan bagi investor yang ingin melakukan transaksi jual dan beli ke perusahaan manufaktur dengan tujuan mendapat keuntungan dapat berinvestasi pada saham perusahaan yang besar, karena perusahaan yang besar maka nilai perusahaannya akan meningkat sehingga kesejahteraan investor juga meningkat

Keterbatasan Penelitian

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dijelaskan, masih terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini antara lain :

1. Nilai koefisien determinasi (R Square) untuk variabel LnDPR adalah 0,132. Hal ini berarti bahwa 13,2% kebijakan dividen (DPR) dapat dijelaskan oleh kepemilikan institusional, SIZE, ROA dan DER, sedangkan sisanya sebesar 86,8% DPR dapat dipengaruhi oleh variabel lain diluar model.
2. Sampel hanya diambil dari perusahaan manufaktur dengan laba positif (+) sehingga tidak dapat menjelaskan efek DER pada perusahaan dengan kondisi tekanan keuangan yang besar, dan variabel yang dipakai relatif sedikit dalam menjelaskan pengaruh.

Agenda Penelitian Mendatang

Beberapa agenda penelitian mendatang yang dapat diberikan dari penelitian ini adalah dengan:

1. Menambah atau memperbanyak jumlah variabel penelitianlain seperti *total asset turn over*, Current ratio atau rasio – rasio keuangan yang belum dipakai dalam penelitian ini agar hasil penelitian ini menjadi lebih sempurna.
2. Mengganti sector perusahaan manufaktur menjadi semua sector perusahaan yang terdaftar di BEI.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J. & Bokpin, G.A.. (2010). *Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy evidence from emerging markets. Studies in Economics and Finance*, 27(3),180-194.
- Abu Kosim At Al (2014). “Ownership Structure And Firm Values: Empirical Study On Indonesia Manufacturing Listed Companies 2009-2011. *Journal Of Arts, Science & Commerce E-Issn2229-4686/Issn2231-4172*

- Al-Malkawi, H.-A. N. (2007). *Determinants of corporate dividend policy in Jordan: An Application of the tobit model*. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23(2), 44–70.
- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Mediasoft Indonesia: Jakarta.
- Apriada, K. (2013). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Struktur Modal dan Profitabilitas pada Nilai Perusahaan (Doctoral dissertation, Tesis Program Magister Studi Akuntansi Program Pascasarjana. Fakultas Ekonomi. Universitas Udayana)*.
- Arshad, Zeeshan, At Al. 2013. *Ownership Structure And Dividend Policy*. *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business* Vol 5, No 3.
- Buferna, F., Bangassa, K. & Hodgkinson, L. (2005). *Organizational Determinants: Evidence From Libya*. *Research Paper Series. Business Finance And Accounting*, 37(1), 121-144.
- Christopher Maladjian (2014). “Determinants Of The Dividend Policy: An Empirical Study On The Lebanese Listed Banks. *International Journal Of Economics And Finance*; Vol. 6, No. 4; 2014. Issn 1916-971x E-Issn 1916-9728
- Crutchley, C. E. & Hansen, R.S. (1989). *A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends*. *Financial Management/Winter*: 36-46.
- Ela Mahdaleta, At Al (2016). “Effects Of Capital Structure And Profitability On Corporate Value With Company Size As The Moderating Variable Of Manufacturing Companies Listed On Indonesia Stock Exchange. *Academic Journal Of Economic Studies*. . Issn 2393-4913, Issn On-Line 2457-5836 Vol. 2, No.3, September 2016, Pp. 30–43
- Esther Dan Danson (2014). “ Corporate Governance, Ownership Structure Perspective And Firm Value: Theory, And Survey Of Evidence. *International Journal Of Research In Management & Business Studies (Ijrmbs 2014)* Issn : 2348-6503 (Online). Vol. 1 Issue 3 July - Sept 2014
- Faccio, M., Lang, L., & Young, L. (2001). *Dividends and expropriation*. *American Economic Review*, 91, 54–78. <http://dx.doi.org/10.1257/aer.91.1.54>.

- Faizal. (2004). Analisis Agency Costs, Struktur Kepemilikan Dan Mekanisme Corporate Governance. Simposium Nasional Akuntansi Vii. Denpasar Bali, 2-3 Desember.
- Fama, E., & French, K. (1998). Value versus Growth: The international evidence. *Journal of Finance*, 53, 1975– 1999. <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00080>
- Fama, E., & French, K. (2002). Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1–33. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- Firmanda, R., Raharjo, K., & Oemar, A. (2015). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Cash Position Terhadap Kebijakan Dividen. *Journal Of Accounting*, 1(1).
- Foong, S.S., Zakaria, N.B. & Tan, H.B. (2007). Firm Performance And Dividend Related Factors : The Case Of Malaysia. *Labuan Bulletin Of International Business & Finance*, Vol. 5: 97-111
- Franco Modigliani; Merton H. Miller. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3. (Jun., 1963), pp. 433-443.
- Ghozali, Imam. 2011. Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program Ibm Spss 19. Semarang: Badan Penerbit Undip. Indonesia
- Gordon, Myron J. 1963. "Optimal Investment and Financing Policy." *Journal of Finance* 18:2, 264–272.
- Hansen, Verawati Dan Juniarti. 2014. Pengaruh Family Control, Size, Sales Growth, Dan Leverage Terhadap Profitabilitas Perusahaan Pada Sektor Perdagangan, Jasa, Dan Investasi. *Bussiness Accounting Review*, 2 (1), H: 121-130.
- Haruman, T. (2008). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai perusahaan Survey Pada Perusahaan Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia.
- Husnan, Suad dan Pudjiastuti. 2004. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Edisi Empat. UPP AMP YKPN. Yogyakarta
- Jahirul Hoque, At Al (2014). "Impact Of Capital Structure Policy On Value Of The Firm A Study On Some Selected Corporate Manufacturing Firms Under Dhaka Stock Exchange. *Ecoforum* [Volume 3, Issue 2 (5), 2014]

- Jama'an. 2008. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance, Dan Kualitas Kantor Akuntan Publik Terhadap Integritas Informasi Laporan Keuangan. Tesis Program Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Jensen, G.R, D.P. Solberg, and T.S.Zorn.1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividends, *Journal of Financial and Quantitative analysis* (27) : 247-263.
- Jensen, M., and W. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, (1976), 305-360.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2
- Jorenza (2015) . "Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei. *Jurnal Emba* Vol.3 No.1 Maret 2015, Hal.1141-1151
- Keown, et al., (2004). *Principles and Applications Financial Management*, Index Publisher, Jakarta.
- Kusumajaya, D. K. O. (2011). Pengaruh struktur modal dan pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Unpublished Thesis, Universitas Udayana, Denpasar.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Lloyd, W. P., Jahera, S. J., & Page, D. E. (1985). Agency cost and dividend payout ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 24(3), 19–29. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6288.1985.tb00256.x>
- Mahardhika, B. W. (2015). Analisis Karakteristik Perusahaan Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2010-2013)(Doctoral dissertation, Universitas Sebelas Maret).
- Mai, M. U. (2010). Dampak Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Kajian Perilaku Oportunistik Manajerial Dan Struktur Corporate Governance Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Go Public Di Pasar Modal Indonesia (Doctoral dissertation, UNIVERSITAS DIPONEGORO).

- Maramis, B. Joubert, 2007. "Pengaruh Besaran Perusahaan Terhadap Konsentrasi Kepemilikan Saham, Likuiditas Saham, Free Cash Flow, Diservikasi Usaha, Leverage dan Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Go Public di Indonesia". Disertasi. Universitas Airlangga. Surabaya
- Martati, I. (2010). Faktor Penentu Dividend Per Share Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia. Jurnal Eksis Vol. 6 No. 2, Agustus 2010: 1440, 1605.
- Merton H. Miller; Franco Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares The Journal of Business, Vol. 34, No. 4. (Oct., 1961), pp. 411-433.
- Merton H. Miller; Kevin Rock. 1958. Dividend Policy under Asymmetric Information. The Journal of Finance, Vol. 40, No. 4. (Sep., 1985), pp. 1031-1051.
- Moelyadi, At Al (2014). "Factors Affecting Firm Value: Theoretical Study On Public Manufacturing Firms In Indonesia . South East Asia Journal Of Contemporary Business, Economics And Law, Vol. 5, Issue 2 (Dec.) Issn 2289-1560
- Muhammad Asad Dan Saddia Yousaf (2014) . "Impact Of Leverage On Dividend Payment Behavior Of Pakistani Manufacturing Firms. International Journal Of Innovation And Applied Studies. Issn 2028-9324 Vol. 6 No. 2 June 2014, Pp. 216-221
- Mulianti, F. M. 2010. Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan (studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2007). Tesis. Magister Manajemen, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Rachmawati, Andri dan Hanung Triatmoko. 2007. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan". Simposium Nasional Akuntansi X Makassar, 26-28 Juli.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data Journal Of Finance 50(5), 1421-1460.
- Rasyid, Abdul (2015). "Effects Of Ownership Structure, Capital Structure, Profitability And Company's Growth Towards Firm Value. International Journal Of Business And Management Invention Issn (Online): 2319 – 8028, Issn (Print): 2319 – 801x

- Rasyid, Abdul, At Al (2015). “ *Effect Of Ownership Structure, Company Size And Profitability On Dividend Policy And Manufacturing Company’s Value In Indonesia Stock Exchange 2011-2013*. *Australian Journal Of Basic And Applied Sciences*, 9(20) June 2015, Pages: 618-624
- Risaptoko, Rb Antok. 2007. Analisis Pengaruh Cash Ratio, Debt To Total Asset, Asset Growth, Firm Size Dan Return On Asset Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Komparatif Pada Perusahaan Listed Di Bej Yang Sahamnya Ikut Dimiliki Manajemen Dan Yang Sahamnya Tidak Dimiliki Manajemen Periode Tahun 2002-2005).Tesis Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang
- Riyanto (2001). *Fundamentals of Company Spending*, Fourth Edition, Yogyakarta.
- Rizky Budi Mardasari (2014. “ Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang Dan Free Cash Flow Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Manajemen | Volume 2 Nomor 4 Oktober 2014*
- Rizqia, Dwita Ayu, At Al (2013). “ Effect Of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, And Investment Opportunity On Dividend Policy And Firm Value Manufacturing Company’s Value In Indonesia Stock Exchange 2006-2011. *Research Journal Of Finance And Accounting*. Issn 2222-1697 (Paper) Issn 2222-2847 (Online)
- Rusibana Claude.2016. *Organizational Determinants, Capital Structure And Financial. Performance Of Firms Registered In Rwanda Development Board. The International Journal Of Business & Management* (Issn 2321–8916). Vol 4 Issue 8
- Rustendi (2008). “Pengaruh Hutang Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi Fe Unsil*, Vol. 3, No. 1, 2008 Issn : 1907 - 9958
- Sartono, Agus. (2001). *Manajemen Keuangan International*. Yogyakarta : BPFE.
- Sartono, R. Agus. 2010.*MANAGEMEN KEUANGAN TEORI DAN APLIKASI*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE.
- Sisca. C. dewi (2008). Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 10(1), 47-58.
- Sofyaningsih, S., & Hardiningsih, P. (2011). Struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan utang dan nilai perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, 3(1).

- Sudipto Bhattacharya . 1978. Project Valuation with Mean-Reverting Cash Flow Streams The Journal of Finance, Vol. 33, No. 5. (Dec., 1978), pp. 1317-1331.
- Sudipto Bhattacharya . 1980. Nondissipative Signaling Structures and Dividend Policy The Quarterly Journal of Economics, Vol. 95, No. 1. (Aug., 1980), pp. 1-24.
- Sugiyono. 2010. Metodologi Penelitian Bisnis. Bandung: Alfabeta
- Sujoko dan Soebiantoro, Ugy. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan, Hal. 41-48.
- Sukirni, D. (2012). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. Accounting Analysis Journal, 1(2).
- Sunarya, Devi Hoi. 2013. “ Pengaruh Kebijakan Utang, Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Size Sebagai Variabel Moderasi Pada Sektor Manufaktur Periode 2008-2011”, Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya, Volume 2 No, 1.
- Uwalomwa Uwuigbe, At Al. 2012. Dividend Policy And Firm Performance: A Study Of Listed Firms In Nigeria. Accounting And Management Information Systems Vol. 11, No. 3, Pp. 442–454, 2012
- Wahyudi, S. (2011). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Profitabilitas Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2008) (Doctoral dissertation, Universitas Diponegoro).
- Ward, Andrew. (2006). Is The „Bottom Line“ The Bottom Line? The Determinant of CEO
- Weston, J. Fred and Copeland Thomas, 2010. “Manajemen Keuangan”. Edisi Kesepuluh. Binarupa Aksara. Jakarta.
- Weston, J. Fred., dan Thomas E. Copeland, 1995, Manajemen Keuangan, Edisi 8. Jilid 1. Jakarta : Gelora Aksara Pratama.
- Weston, J.F. & Copeland, T.E. (1992). Managerial finance, (9th ed). The Dryden Press.

Zumrotun Nafiah (2016) . “Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Laba Dengan Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Deviden Sebagai Variabel Intervening Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011 – 2013. Jurnal Stie Semarang Volume 8 Nomor 2 Edisi Juni 2016