

STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN STRUKTUR MODAL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN

Luh Gede Sri Artini
Ni Luh Anik Puspaningsih

Fakultas Ekonomi Universitas Udayana
Jl. PB.Sudirman Denpasar Bali, 80232

Abstract

The company's long-term goal was to maximize corporate value. Maximization of corporate value could be realized by using the aspect of corporate financial decisions and the amount of stock ownership by management in the company. This study aimed to determine the effect of direct and indirect ownership structure and capital structure toward dividend policy and firm value. Ownership structure was measured by total percentage of stock ownership by management, capital structure was measured with debt to equity ratio (DER), dividend policy was measured by dividend payout ratio (DPR) and the value of the firm measured by price to book value (PBV). Population research was all the firms in the manufacturing industries listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2006 until the year of 2009 namely 149 companies. Sampling conducted in the research was purposive sampling method. Based on the criteria obtained by purposive sampling, 15 companies were eligible to be utilized as the research sample. The results of this research were the impact of ownership structure was not significant on dividend policy, the ownership structure had a significant positive impact on corporate value, capital structure did not significantly effect on dividend policy, capital structure did not significantly affect the value companies, dividend policy had a significant positive impact on corporate value.

Key words: *ownership structure, capital structure, dividend policy, corporate value.*

Perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian ekuitas yang relatif tinggi akan memberikan harga saham lebih besar dari nilai buku apabila dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian yang rendah. Maksimalisasi perusahaan juga sangat dipengaruhi oleh keputusan keuangan yang diambil yaitu kebijakan dividen, keputusan pendanaan dan keputusan investasi.

Pemilik perusahaan tidak dapat bekerja sendiri untuk memaksimalkan nilai perusahaan, akan dilibatkan pihak lain yaitu manajemen dan pemberi

kredit. Hubungan keagenan muncul ketika satu orang individu atau lebih yang disebut pemilik (*principals*) mempekerjakan individu lain atau organisasi yang disebut *agent* (manajer) untuk melaksanakan pekerjaan dan kemudian mendelegasikan otoritas pengambilan keputusan kepada agen tersebut.

Pemilik perusahaan dan manajer seringkali mempunyai tujuan yang berbeda sehingga menimbulkan konflik yang disebut dengan konflik kepentingan. *Agency theory* menyebutkan bahwa konflik

Korespondensi dengan Penulis:
Luh Gede Sri Artini: Telp. +62 361 229 119
E-mail: lg_artini@yahoo.com

Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Luh Gede Sri Artini & Ni Luh Anik Puspaningsih

yang terjadi antara manajer dan pemilik akan sangat mempengaruhi kinerja perusahaan oleh karena itu penyatuan kepentingan antara pemilik dan manajer sangat penting dilakukan. Konflik kepentingan antara pemilik dan manajer dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional (Jensen, 2001).

Maksimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama & French, 1998). Manajemen keuangan dituntut dapat mengelola bidang keuangan perusahaan dengan baik yang menyangkut tiga keputusan yaitu keputusan pendanaan, keputusan investasi dan keputusan mengenai kebijakan dividen agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. (Riyanto, 2001).

Sesuai dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham atau memaksimalkan nilai perusahaan, perlu diambil beberapa keputusan keuangan yang relevan dan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang pada akhirnya memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Salah satu keputusan penting dalam manajemen keuangan adalah keputusan pendanaan yang berkaitan dengan struktur modal.

Manajemen perusahaan dalam menjalankan bisnisnya tentu tidak akan terlepas dengan kebutuhan dana. Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dapat diperoleh dari dalam perusahaan itu sendiri (*internal financing*) dan dari luar perusahaan (*external financing*). *Internal financing* dapat berupa laba ditahan dan penyusutan, sedangkan *external financing* berupa dana yang berasal dari kredit bank serta tambahan penyertaan modal dari pemilik atau emisi saham baru. Myers & Majluf (1984) dalam Sujoko & Soebiantoro (2007) menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal equity* terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external financing*, maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*.

Sartono (2001) mengemukakan bahwa struktur modal merupakan pertimbangan antara utang jangka panjang dan modal sendiri. Perusahaan harus menentukan struktur modal yang optimal agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang dapat memaksimalkan laba, dalam hal ini adalah EPS (*earning per share*) yang dapat memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham & Houston, 2006).

Keputusan pendanaan khususnya struktur modal perusahaan akan berdampak pada kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan. Keputusan mengenai kebijakan dividen adalah keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Kebijakan dividen dapat dipandang sebagai substitusi dari utang dan mengurangi *agency cost*. Jadi keputusan pendanaan (menyangkut komposisi struktur modal) sangat berpengaruh terhadap kebijakan dividen (Agrawal, 1994). Megginson (1997) dalam Mahadwarta (2002) menyatakan bahwa *free cash flow hypothesis* dapat digunakan untuk memprediksi hubungan interdependensi antara keputusan pendanaan terutama tentang kebijakan utang dan kebijakan dividen perusahaan.

Teori kandungan informasi menyebutkan bahwa pasar menganggap peningkatan dividen atau pembayaran dividen sebagai sinyal peningkatan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa mendatang. Pembayaran atau peningkatan dividen dapat dianggap sebagai sinyal keuntungan perusahaan. Pembayaran dividen merupakan alat komunikasi perusahaan paling nyata kepada pasar mengenai kondisi kesehatan internal perusahaan yang bersangkutan. Adanya sinyal baik dari suatu perusahaan maka semakin meningkatkan minat para investor untuk menanamkan dananya di perusahaan tersebut, akibatnya akan terjadi perubahan struktur kepemilikan yang akan mempengaruhi penentuan keputusan pendanaan dan kebijakan

dividen yang berdampak pada peningkatan atau penurunan nilai perusahaan.

Dividen tidak selamanya dianggap sebagai sinyal positif oleh investor. Sekelompok investor tertentu justru menganggap pembagian dividen sebagai sinyal negatif. Investor beranggapan bahwa manajer perusahaan tidak mampu melihat peluang-peluang investasi yang menguntungkan sehingga memilih membagikan keuntungan perusahaan sebagai dividen. Anggapan investor ini akan mengakibatkan nilai perusahaan menurun karena berkurangnya minat investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Rozeff (1982) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa yang akan datang yang dibiayai dari sumber internal. Perubahan dividen memberikan isyarat tentang keyakinan manajer dan juga prospek perusahaan di masa depan. Pengurangan dividen atau penghilangan dividen umumnya mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap harga saham perusahaan yang akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Brigham & Houston, 2006). Beberapa penelitian tentang struktur kepemilikan dan keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan dan hasilnya saling kontradiksi. Kouki & Guizani (2009) menemukan hasil bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kebijakan dividen. Dodik (2007) menemukan hasil berbeda, yaitu struktur kepemilikan berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan dividen.

Fuerst & Kang (2000) menemukan hubungan yang positif antara *insider ownership* dengan nilai perusahaan (nilai pasar) setelah mengendalikan kinerja perusahaan. Nilai perusahaan dapat meningkat apabila institusi mampu menjadi alat monitoring yang selektif. Wahyudi & Prasetyaning (2006) juga menemukan hasil bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil yang berbeda ditemukan oleh

Sujoko & Soebiantoro (2007) yang menemukan hasil struktur kepemilikan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengaruh langsung antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan ditemukan pula oleh Hasnawati (2005).

Berdasarkan kontradiksi hasil penelitian yang berkaitan dengan struktur kepemilikan, struktur modal, kebijakan dividen dan nilai perusahaan pada penelitian sebelumnya dan fenomena berfluktuasinya nilai perusahaan pada industri manufaktur di BEI yang diduga dipengaruhi oleh keputusan keuangan yang diambil perusahaan, mendorong untuk dilakukan pengujian kembali bagaimana keterkaitan antara struktur kepemilikan, struktur modal, kebijakan dividen dan nilai perusahaan pada industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

HIPOTESIS

- H₁: Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen industri manufaktur di BEI
- H₂: Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan industri manufaktur di BEI
- H₃: Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen industri manufaktur di BEI
- H₄: Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan industri manufaktur di BEI
- H₅: Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. industri manufaktur di BEI

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan di industri manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2006–2009 yang berjumlah 149 perusahaan. Sampel diambil dari seluruh populasi dengan menggunakan metode *purposive sampling*,

Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Luh Gede Sri Artini & Ni Luh Anik Puspaningsih

dengan kriteria: perusahaan industri manufaktur yang memiliki *insider ownership* minimal 10 % dan membagikan dividen berturut-turut selama tahun 2006–2009. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh sebanyak 15 perusahaan yang layak dipergunakan sebagai sampel penelitian.

Penelitian ini menggunakan variabel endogen yang terdiri dari nilai perusahaan dan kebijakan dividen perusahaan di BEI serta variabel eksogen yang terdiri dari struktur kepemilikan dan struktur modal perusahaan di BEI. Adapun definisi operasional variabel adalah sebagai berikut:

Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan yang dimaksud dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial (*insider ownership*). Kepemilikan manajerial diukur dengan total persentase kepemilikan oleh manajer, direktur, dan komisaris minimal 10% saham perusahaan industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2006-2009.

Struktur Modal

Struktur modal merupakan perbandingan utang jangka panjang dengan nilai modal sendiri yang tercermin pada laporan keuangan perusahaan akhir tahun perusahaan industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2006-2009. Variabel ini diukur melalui rasio DER (*debt to equity ratio*) dinyatakan dengan rumus:

$$\text{DER} = \text{Total utang} / \text{Total ekuitas}$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan Dividen diukur dengan rasio *dividend payout ratio* (DPR). DPR adalah perbandingan antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham yang dinyatakan dengan rumus:

$$\text{DPR} = \text{Dividen per lembar saham} / \text{laba per lembar saham}$$

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diukur dengan *price book value* (PBV) yang mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan perusahaan industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2006-2009. Adapun perhitungannya yaitu:

$$\text{PBV} = \text{Nilai Pasar Ekuitas} / \text{Nilai Buku Ekuitas}$$

Berdasarkan rumusan masalah dan hipotesis penelitian, tampak bahwa hubungan antar variabel menunjukkan hubungan kausalitas, mengingat adanya hubungan kausalitas berjenjang maka model *path analysis* yang lebih tepat dipergunakan (Riduwan & Kuncoro, 2007).

HASIL

Tabel 1. Deskripsi Variabel Penelitian

Variabel	Min.	Max.	Mean	Std Dev.
Nilai perusahaan (PBV)	0,25	21,26	2,56	4,16
Kebijakan dividen (DPR)	2,00	79,11	30,15	17,88
Struktur modal (DER)	0,13	119,70	25,62	25,52
Struktur kepemilikan	10,00	25,60	13,27	4,19

Berdasarkan Tabel 1 nilai perusahaan (PBV) memiliki rata-rata sebesar 2,56 artinya rata-rata PBV industri manufaktur selama 4 tahun pengamatan adalah sebesar 2,56% per tahun, sedangkan penyimpangan rata-ratanya sebesar 4,16%. PBV terendah (minimum) terjadi pada tahun 2006 pada PT.Multistrada Arah Sarana, Tbk. yaitu 0,25% dan PBV tertinggi (maksimum) selama terjadi pada tahun 2007 pada PT.Tunas Ridean, Tbk. yaitu sebesar 21,26%.

Variabel kebijakan dividen (DPR) memiliki rata-rata hitung sebesar 30,15 artinya rata-rata DPR industri manufaktur selama 4 tahun pengamatan adalah sebesar 30,15% per tahun dan simpangan bakumya sebesar 17,88%. DPR terendah (minimum) terjadi pada tahun 2009 pada PT.Multistrada Arah Sarana Tbk yaitu 2,00% dan DPR tertinggi

(maksimum) terjadi pada tahun 2008 pada PT.Trias Sentosa Tbk yaitu sebesar 79,11%.

Variabel struktur modal (DER) memiliki rata-rata hitung sebesar 25,62 artinya rata-rata DER industri manufaktur selama 4 tahun pengamatan adalah sebesar 25,62% per tahun, sedangkan standar deviasinya adalah sebesar 25,52%. DER terendah (minimum) terjadi pada tahun 2006 pada PT.Gudang Garam, Tbk. yaitu 0,13%. DER tertinggi (maksimum) terjadi pada tahun 2006 pada PT.Trias Sentosa, Tbk. yaitu 119,70%.

Variabel struktur kepemilikan (*insider ownership*) memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 13,27 artinya rata-rata kepemilikan manajerial industri manufaktur selama 4 tahun pengamatan adalah sebesar 13,27% per tahun, sedangkan simpangan bakunya sebesar 4,19%. Kepemilikan manajerial terendah (minimum) terjadi pada tahun 2006 dan 2009 pada PT.Sumo Indo Kabel, Tbk. dan PT.Trias Sentosa, Tbk. yaitu 10,00%. Kepemilikan manajerial tertinggi (maksimum) terjadi pada tahun 2009 pada PT. Lionmesh Prima, Tbk. yaitu 25,60%.

Tabel 2. Ringkasan Koefisien Jalur Variabel Penelitian

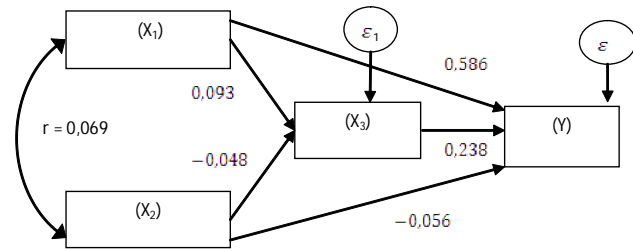
Regresi	Koef. Regresi Std.	Std. Error	p-value	Keterangan
X1 → X3	0,093	0,564	0,484	Tidak Signifikan
X2 → X3	-0,048	0,093	0,720	Tidak Signifikan
X1 → Y	0,586	0,102	0,000	Signifikan
X2 → Y	-0,056	0,017	0,585	Tidak Signifikan
X3 → Y	0,238	0,024	0,023	Signifikan

Keterangan:

X1= Struktur Kepemilikan; X2= Struktur Modal; X3= Kebijakan Dividen; Y= Nilai Perusahaan; ± = 0,05; p-valued"± = signifikan dan p-value>± = tidak signifikan

Berdasarkan Tabel 2 dapat dijelaskan bahwa dari lima jalur yang diobservasi dua jalur menunjukkan pengaruh signifikan yaitu struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Sedangkan tiga jalur lainnya yaitu struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen, struktur modal terhadap kebijakan dividen, struktur modal terhadap nilai perusahaan menunjukkan pengaruh

yang tidak signifikan. Hubungan antar variabel dapat ditunjukkan pada Gambar 1.



Gambar 1. Diagram Jalur Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia

Berdasarkan hasil analisis jalur yang ditunjukkan oleh Gambar 1 maka memberikan informasi secara objektif sebagai berikut: koefisien regresi dari struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen adalah sebesar 0,093 dengan taraf signifikansi $0,484 > 0,05$. Artinya, struktur kepemilikan berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen Hasil ini menolak hipotesis pertama. Koefisien regresi dari struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,586 dengan taraf signifikansi $0,000 < 0,05$. Artinya, variabel struktur kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis kedua. Koefisien regresi dari struktur modal terhadap kebijakan dividen adalah sebesar -0,048 dengan taraf signifikansi $0,720 > 0,05$. Artinya, struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini menolak hipotesis ketiga. Koefisien regresi dari modal terhadap nilai perusahaan adalah sebesar -0,056 dengan taraf signifikansi $0,585 > 0,05$. Artinya, variabel struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menolak hipotesis keempat. Koefisien regresi dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,238 dengan taraf signifikansi $0,023 < 0,05$. Artinya, variabel kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan

Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Luh Gede Sri Artini & Ni Luh Anik Puspaningsih

terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis kelima.

Berdasarkan Gambar 1 dapat dihitung besarnya pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung dan pengaruh total antar variabel yang diobservasi dalam penelitian ini (struktur kepemilikan, struktur modal, kebijakan dividen dan nilai perusahaan) yang diringkas pada Tabel 3.

Tabel 3. Ringkasan Pengaruh Langsung, Pengaruh Tidak Langsung dan Pengaruh Total antar Variabel

Variabel	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tidak Langsung	Pengaruh Total
$X_1 \longrightarrow X_3$	0,093	-	0,093
$X_1 \longrightarrow Y$	0,586	-	0,586
$X_1 \longrightarrow X_3 \longrightarrow Y$	0,093	0,022	0,115
$X_2 \longrightarrow X_3$	-0,048	-	-0,048
$X_2 \longrightarrow Y$	-0,056	-	-0,056
$X_2 \longrightarrow X_3 \longrightarrow Y$	-0,048	-0,012	-0,060
$X_3 \longrightarrow Y$	0,238	-	0,238

Keterangan:

X_1 = Struktur Kepemilikan; X_2 = Struktur Modal;

X_3 = Kebijakan Dividen; Y = Nilai Perusahaan

Berdasarkan Tabel 3 dapat dijelaskan bahwa besarnya pengaruh langsung struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen adalah 0,093 dan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan sebesar 0,586. Struktur kepemilikan berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebesar 0,022 dan pengaruh total struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,115. Besarnya pengaruh langsung struktur modal terhadap kebijakan dividen adalah 0,048 dan struktur modal terhadap nilai perusahaan sebesar 0,056. Struktur modal berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebesar 0,012 dan pengaruh total struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,060. Besarnya pengaruh langsung kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah 0,238.

PEMBAHASAN

Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Dividen Industri Manufaktur di BEI

Berdasarkan hasil pengolahan data dapat diketahui bahwa besarnya pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen adalah 0,093 dengan tingkat signifikansi 0,484. Artinya, kepemilikan manajemen berpengaruh tidak signifikan terhadap penentuan kebijakan dividen perusahaan. Hasil penelitian ini menolak hipotesis pertama yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen industri manufaktur di BEI.

Berkurang atau bertambahnya proporsi kepemilikan saham oleh manajemen tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Rata-rata kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan manufaktur di Indonesia adalah 13,27% (Tabel 1). Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bradford, *et al.* (2007) yang menemukan hasil bahwa kepemilikan minoritas tidak memiliki kekuatan untuk menekan atau melakukan kontrol pada pemegang saham untuk menentukan kebijakan dividen. Kepemilikan mayoritas berpengaruh signifikan terhadap penentuan kebijakan dividen

Jika dilihat dari rata-rata kepemilikan saham yaitu sebesar 13,27% mengakibatkan manajemen tidak dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan dan kebijakan dividen ditentukan oleh faktor lain diluar kepemilikan manajemen. Keputusan menyangkut kebijakan dividen ditentukan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dan umumnya suara dari pemegang saham mayoritas yang lebih mendominasi keputusan sehingga manajer hanya melaksanakan keputusan tersebut (Sudiartha, 2003). Hasil penelitian ini menentang penelitian yang dilakukan oleh Kouki & Guizani (2002) yang menemukan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan Industri Manufaktur di BEI

Pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan adalah 0,586 sedangkan pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen adalah 0,022 sehingga pengaruh total struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan adalah 0,115 dengan taraf signifikansi 0,000. Artinya struktur kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mendukung hipotesis kedua yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan industri manufaktur di BEI.

Hasil pengujian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi & Prasetyaning (2006) serta penelitian yang dilakukan oleh Garcia, *et al.* (2005) yang menyatakan insentif yang diberikan kepada manajer berupa kepemilikan saham akan membuat manajer berusaha untuk melakukan penyesuaian kepentingan dengan *outsider ownership* dengan cara bekerja maksimal untuk meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan meningkat maka kesejahteraan pemegang saham juga akan meningkat. Hasil penelitian ini sesuai juga dengan Jensen & Meckling (1976) terkait *agency theory* yang menyatakan bahwa salah satu cara untuk mengurangi *agency problem* adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Proporsi kepemilikan saham oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsider ownership*), sehingga akan diperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat bekerja untuk kepentingan pemegang saham (yang termasuk didalamnya adalah dirinya sendiri) dan peningkatan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *agency theory* tidak terjadi, hubungan manajer dengan pemegang saham pada perusahaan industri manufaktur di Indonesia terjalin dengan baik. Manajer berada dibawah kontrol dari pemegang saham dan bekerja dengan maksimal untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen Industri Manufaktur di BEI

Pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen adalah 0,048 pada tingkat signifikansi 0,720. Artinya struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini menolak hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen industri manufaktur di BEI.

Perusahaan memilih menggunakan sumber dana eksternal yaitu utang setelah sumber dana internal tidak mencukupi untuk pembiayaan investasi. Penggunaan utang tentunya akan menimbulkan kewajiban tetap bagi perusahaan berupa pembayaran bunga. Pembayaran bunga dialokasikan dari laba yang diperoleh perusahaan. Kewajiban berupa beban bunga atas utang yang dipergunakan perusahaan mengakibatkan semakin berkurangnya laba yang dapat dialokasikan sebagai pembayaran dividen.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan Industri Manufaktur di BEI

Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan secara langsung adalah 0,056 sedangkan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen adalah 0,012 sehingga pengaruh total struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah 0,060 pada tingkat signifikansi 0,585. Artinya struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menolak hipotesis keempat yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh

Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Luh Gede Sri Artini & Ni Luh Anik Puspaningsih

signifikan terhadap nilai perusahaan industri manufaktur di BEI.

Hasil penelitian sejalan dengan hasil penelitian Salasa (2008) dan penelitian Soliha & Taswan (2002) bahwa struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel lain yaitu pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang semakin bertumbuh akan sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini dapat dijelaskan melalui *irrelevance theory* yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (MM) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh perubahan proporsi utang dalam struktur modal perusahaan namun ditentukan oleh keputusan investasi dan operasi.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Industri Manufaktur di BEI

Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah 0,238 dengan arah positif pada tingkat signifikansi 0,023. Artinya kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis kelima yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan industri manufaktur di BEI.

Hasil pengujian ini sesuai dengan *signalling theory* menyebutkan bahwa pasar menganggap peningkatan dividen atau pembayaran dividen sebagai sinyal peningkatan kinerja perusahaan saat ini maupun prospeknya di masa mendatang yang mengindikasikan bahwa dengan membagikan dividen maka diharapkan investor menganggap perusahaan tersebut memiliki nilai yang tinggi. Hasil studi ini sejalan dengan Hasnawati (2005) dan Sujoko & Soebiantoro (2007) yang menemukan kebijakan dividen secara langsung dan signifikan mempengaruhi nilai perusahaan. Pembayaran dividen yang semakin meningkat merupakan *signal* positif yang menyatakan bahwa prospek perusahaan semakin baik sehingga investor akan tertarik

untuk membeli saham dan nilai perusahaan akan meningkat.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Gordon (1962) dalam Brigham & Gapenski (1996) tentang *bird in the hand theory*, bahwa pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi karena memiliki tingkat kepastian yang tinggi dibandingkan dengan *capital gain*. Investor atau pemegang saham akan merespon positif jika perusahaan membagikan dividen dan nilai perusahaan akan meningkat. Hasil penelitian ini menentang hasil penelitian yang ditemukan oleh Wahyudi & Prasetyaning (2006) bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji keterkaitan antara struktur kepemilikan, struktur modal, kebijakan dividen dan nilai perusahaan pada industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan struktur kepemilikan berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, hal ini menunjukkan suara dari pemegang saham dengan persentase kepemilikan lebih besar yang lebih mendominasi keputusan dan manajer hanya melaksanakan keputusan tersebut.

Struktur kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini menunjukkan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham oleh manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat bekerja untuk kepentingan pemegang saham (yang termasuk dirinya sendiri) dan peningkatan nilai perusahaan dan *agency conflict* tidak terjadi karena manajer berada dibawah kontrol dari pemegang saham.

Struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, hal ini menunjukkan penggunaan utang akan menimbulkan kewajiban pembayaran bunga yang akan mengurangi laba dan berkurangnya jumlah dividen yang akan dibayar perusahaan

Struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh perubahan proporsi utang dalam struktur modal perusahaan tetapi diduga ditentukan oleh keputusan keuangan yang lain seperti investasi dan operasi.

Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan hal ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen yang semakin meningkat merupakan *signal* positif yang menyatakan bahwa prospek perusahaan semakin baik sehingga investor akan tertarik untuk membeli saham dan nilai perusahaan akan meningkat.

Saran

Berdasarkan temuan dan kesimpulan, calon investor hendaknya memperhatikan struktur kepemilikan, dan kebijakan dividen dalam menilai prospek perusahaan industri manufaktur di BEI, karena memiliki pengaruh yang signifikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal & Jayaraman, N. 1994. The Dividend Policy of All-Equity Firm: A Direct Test of The Free Cash Flow Theory. *Managerial and Decision Economics*, 15: 39-148.
- Ardiana, P.A. 2006. Pengaruh Faktor Makro Ekonomi dan Internal Perusahaan terhadap Risiko Sistematis Saham Emiten di Sektor Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Udayana Denpasar*.
- Asquith, P. & Mullins, Jr.D.W. 1983. The Impact of Initiating Dividend Payment on Shareholders Wealth. *Journal of Business*, 56(1): 77-96.
- Bradford, W., Chen, C., & Zhu, S. 2007. Ownership Structure, Control Chain and Cash Dividend Policy: Evidence from China. *China Finance and Business Research*, California State University, Northridge.
- Brigham, F.E dan Houston, F.J. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Buku 1. Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, E.F & Gapenski, L.C. 1996. *Intermediate Financial Management*. Sixth Edition. Florida: The Dryden Press.
- Crutchley, C.E. & Hansen, R.S. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend. *Financial Management*, (Winter): 36-46.
- Crutchley, C.E, Jahera Jr. J.S., & Raymond, J.E. 1999. Agency Problems and The Simultanety of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis*, 82: 177-197.
- Dodik, N.N.A. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Keuangan pada Industri Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.
- Fama, E. F. 1978. The Effect of a Firm Investment and Financing Decision on The Welfare of Its Security Holders. *American Economics Review*, 68: 272-280.
- Fama, E. F. & French, K.R. 1998. Taxes, Financing Decision, and Firm Value. *The Journal of Finance*, LIII.
- Fuerst, O. & Sok, H.K. 2000. Corporate Governance Expected Operating Performance and Pricing. *Working Papers*. Yale School of Management, 1-138.
- Hasnawati, S. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan*, XXXIX (09).
- Imanda, F. P. & Nasir, M. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *SNA 9 Padang*.
- Jensen, M. 2001. Value Maximization, Stakeholders Theory and The Corporate Objective Function, *Working Paper*. No. 01-09, Harvard Business School.pp.1-21.
- Jensen, M. & Meckling, W. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.

Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Luh Gede Sri Artini & Ni Luh Anik Puspaningsih

- Kouki, M. & Guizani, M. 2002. Ownership Structure and Dividen Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*, 25(1).
- Riduwan & Kuncoro, E. A. 2007. *Cara Menggunakan dan Memakai Analisis Jalur (Path Analysis)*. Bandung: Alfabeta.
- Riyanto, B. 2001. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPF.
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, Beta, and Agency Costs as Determinant of Dividend Payout Ratio. *Journal of Financial Research*, 5: 249-259.
- Sartono, R. A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Yogyakarta: BPF.
- Salasa, A. W. 2008. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Risiko Bisnis dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan (Study Empiris pada Perusahaan-Perusahaan yang masuk dalam LQ45 Periode 2004-2006). *Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Udayana Denpasar*.
- Subekti, I. & Kusuma, I.W. 2000. Asosiasi Antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham. *SNA IV IAI*: 820-845.
- Sudiartha, G.M. 2003. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan-Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Udayana Denpasar*.
- Sujoko & Soebiantoro, U. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). Available on URL: <http://www.petra.ac.id/~puslit/journalis/dir.php?DepartemenII>).
- Suranta, E. & Machfoedz, M. 2003. Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi. *Simposium Nasional Akuntansi VI Ikatan Akuntansi Indonesia*. 214-226
- Wahyudi, U. & Prasetyaning, P.H. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Wilopo & Mayangsari, S. 2003. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Perilaku Manajemen, Laba, Free Cash Flow Hypotesis dan Economic Value Added: Pendekatan Path Analisis. *Jurnal Simposium Nasional Keuangan in Memorium Prof. Dr. Bambang Riyanto*.