

DAMPAK INTERAKSI ANTARA KEBIJAKAN UTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM MENILAI PERUSAHAAN

Meythi

Program Pendidikan Profesi Akuntansi Universitas Kristen Maranatha
Jl. Prof. Drg. Suria Sumantri, MPH No. 65, Bandung, 40164.

Abstract

This research aimed to examine and know empirical evidence of the positive effect of debt policy on firm's value with dividend policy as moderating variable. Samples used in this research were manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange in 4 years observation period (2007-2010). Total samples were 13 companies. The data were collected by using purposive sampling method. The result of moderated regression analysis (MRA) showed that debt policy did not effect firm's value with dividend policy as moderating variable. Thus, the hypothesis of the research was not empirically supported.

Key words: *debt policy, dividend policy, firm's value.*

Investor menginvestasikan dana bertujuan memaksimalkan kekayaan yang didapat dari dividen atau *capital gain*, sedangkan manajemen berusaha memaksimalkan kesejahteraan investor dengan membuat keputusan yang baik berupa kebijakan dividen dan pendanaan. Dalam membuat keputusan sumber pendanaan yang tepat, manajemen harus memperhatikan manfaat dan biaya yang ditimbulkan, apakah menggunakan pendanaan dari internal (*retained earnings* dan depresiasi) atau eksternal (utang dan ekuitas) atau kedua-duanya. Karena setiap sumber dana mempunyai konsekuensi dan karakteristik finansial yang berbeda.

Utang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Dalam kenyataannya, perusahaan dituntut untuk menentukan kebijakan struktur modal yang optimal karena pada dasarnya sumber pendanaan berdam-

pak pada nilai perusahaan. Wild, *et al.* (2005) menyebutkan bahwa struktur modal merupakan komposisi pendanaan antara pendanaan sendiri (ekuitas) dan utang. Semakin tinggi proporsi utang maka semakin tinggi harga saham dan ini mencerminkan nilai perusahaan yang semakin tinggi pula. Namun pada titik tertentu peningkatan utang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang akan lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya. Oleh karena itu, menghubungkan utang dengan nilai perusahaan menjadi relevan.

Secara umum terdapat dua pandangan mengenai bagaimana hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan. Pandangan pertama yang dikenal dengan pandangan tradisional yang menyatakan bahwa struktur modal memengaruhi nilai perusahaan. Pandangan tradisional diwakili oleh dua

Korespondensi dengan Penulis:

Meythi: Telp. +62 22 201 2186 Ext.510; Fax. +62 22 201 7625
E-mail: meycute79@yahoo.com

teori, Myers (1984) dengan *Trade off Theory* dan *Pecking Order Theory*. Pandangan kedua dikemukakan oleh Miller & Modigliani (1961) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Myers & Majluf (1984), menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal equity* terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external financing*, maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*.

Kebijakan dividen perusahaan juga bisa dikaitkan dengan nilai perusahaan. Terdapat tiga kelompok teori mengenai pengaruh kebijakan dividen dengan nilai perusahaan: (1) *dividend irrelevance theory* dari Miller & Modigliani (1961); (2) *bird in the-hand theory* dari Gordon (1963) dan Lintner (1962); dan (3) *tax preferency theory* dari Farrar & Selwyn (1967). *Dividend irrelevance theory* dari Miller & Modigliani (1961) menjelaskan bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan, karena tidak memengaruhi sama sekali nilai perusahaan atau biaya modalnya. Gordon (1963) dan Lintner (1962) dengan *bird in the-hand theory*, berpendapat bahwa dividen lebih baik dari pada *capital gain*, karena dividen yang dibagi kurang berisiko lagi. Oleh karenanya, perusahaan semestinya menentukan rasio pembayaran dividen yang tinggi dengan menawarkan *dividend yield* yang tinggi agar supaya dapat memaksimalkan harga sahamnya. *Tax preferency theory* dari Farrar & Selwyn (1967) dan Brennan (1970) menjelaskan bahwa investor lebih menyukai *retained earnings* daripada dividen, karena pertimbangan pajak yang dikenakan kepada *capital gain* lebih rendah. Teori ini menyarankan agar perusahaan membayarkan dividen yang rendah jika ingin memaksimalkan harga sahamnya. Ketiga pendapat tersebut memberikan gambaran bahwa kebijakan dividen memang berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Banyak penelitian yang bertujuan untuk menguji pengaruh kebijakan utang dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, namun hasilnya

belum konsisten. Soliha & Taswan (2002) menguji pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan serta beberapa faktor yang memengaruhinya yaitu *insider ownership*, profitabilitas, dan *firm size*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kebijakan utang berpengaruh positif yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). *Insider ownership*, *firm size*, dan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Amidu (2007) melakukan penelitian untuk menguji apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan dengan metode *multiple regressions*. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Ghana Stock Exchange (GSE), dengan menggunakan data selama delapan tahun yaitu tahun 1997-2004. Hasil penelitian Amidu (2007) mendukung pernyataan bahwa kebijakan dividen adalah relevan terhadap nilai perusahaan, yang diukur dengan Tobin's q yaitu rasio nilai pasar dari aset terhadap nilai buku dari aset perusahaan, *Return on Asset*, dan *Return on Equity*.

Sofyaningsih & Hardiningsih (2011) menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, kebijakan utang dan nilai perusahaan dengan ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan kinerja perusahaan sebagai variabel kontrol. Penelitian ini menyimpulkan beberapa hal sebagai berikut: (1) variabel kepemilikan manajerial terbukti memengaruhi nilai perusahaan, (2) variabel kepemilikan institusional tidak terbukti memengaruhi nilai perusahaan, (3) kebijakan dividen tidak terbukti memengaruhi nilai perusahaan, (4) kebijakan utang tidak terbukti memengaruhi nilai perusahaan, (5) ukuran perusahaan terbukti mempunyai pengaruh positif pada nilai perusahaan, (6) pertumbuhan perusahaan terbukti memengaruhi nilai perusahaan, dan (7) kinerja perusahaan terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Mahendra (2011) menguji pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dengan kebi-

Dampak Interaksi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam Menilai Perusahaan

Meythi

jakan dividen sebagai variabel pemoderasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa: (1) likuiditas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, (2) kebijakan dividen tidak mampu secara signifikan memoderasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan, (3) *leverage* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, (4) kebijakan dividen tidak mampu secara signifikan memoderasi pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan, (5) profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, (6) kebijakan dividen tidak mampu secara signifikan memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Penelitian terdahulu yang belum konsisten mendorong penulis untuk melakukan penelitian mengenai bagaimana pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *moderating*. Penulis menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel *moderating* pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan didasarkan pada beberapa alasan. Pertama, hal ini dikarenakan kebijakan dividen menjadi pusat perhatian banyak pihak seperti pemegang saham, kreditor, maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan perusahaan. Kedua, teori kebijakan dividen mengkaji tentang dampak penentuan besarnya alokasi laba pada dividen dan laba ditahan terhadap nilai pasar saham yang berlaku. Ini berarti investor dihadapkan pada dua pilihan apakah hasil pengembalian dividen diberikan dalam bentuk tunai atau dalam bentuk pertumbuhan modal (*capital gain*), sehingga investor mendapatkan *capital gain* karena nilai saham meningkat. Ketiga, *bird in the-hand theory* menganggap bahwa pembayaran dividen yang dilakukan saat ini adalah lebih baik daripada *capital gain* di masa yang akan datang. Keempat, *signaling theory* menekankan bahwa kenaikan pembayaran dividen dapat dilihat sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek atau masa depan yang cerah, demi-

kian sebaliknya, apabila pembayaran dividen turun atau ditiadakan sama sekali, maka hal ini akan dipandang sebagai prospek perusahaan yang buruk.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, maka penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *moderating*.

HIPOTESIS

Berdasarkan konsep dan temuan empiris sebelumnya, maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H₁: Kebijakan utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *moderating*.

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah emiten-emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007-2010 dan termasuk dalam sektor non-keuangan yang tergolong dalam industri manufaktur. Pemilihan industri manufaktur didasarkan pada besarnya nilai *debt to equity ratio* yang tidak terlalu besar dibandingkan sektor finansial seperti bank yang memiliki nilai *debt* yang tinggi dibandingkan dengan ekuitasnya.

Penentuan sampel dalam penelitian ini berdasarkan pada metode *purposive sampling*, dimana sampel dipilih berdasarkan pada kriteria tertentu. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (1) perusahaan termasuk klasifikasi jenis usaha manufaktur (industri barang konsumsi) yang terdaftar di BEI periode 2007-2010. (2) Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan selama empat tahun berturut-turut yaitu dari tahun 2007-2010. (3) Perusahaan memiliki total ekuitas positif selama periode 2007-2010. (4) Perusahaan memiliki *operating income* positif selama periode 2007-2010. (5) Perusa-

haan membayarkan dividen selama empat tahun berturut-turut pada periode 2007-2010.

Berdasarkan kriteria tersebut, jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 13 perusahaan periode 2007-2010 terdapat pada Tabel 1.

Tabel 1. Sampel Penelitian

Kode	Nama Perusahaan
SMAR	PT SMART Tbk
GGRM	PT Gudang Garam Tbk
BATA	PT Sepatu Bata Tbk
SMGR	PT Semen Gresik Tbk
TURI	PT Tunas Ridean Tbk
UNTR	PT United Tractors Tbk
EPMT	PT Envesal Putera Megatrading Tbk
INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
AQUA	PT Aqua Golden Mississippi Tbk
MTDL	PT Metrodata Electronics Tbk
IKBI	PT Sumi Indo Kabel Tbk
CLPI	PT Colorpak Indonesi Tbk
MRAT	PT Mustika Ratu Tbk

Sesuai dengan pokok masalah hipotesis yang akan diuji, maka variabel penelitian yang akan diuji meliputi:

Variabel Independen

Dalam penelitian ini yang menjadi variabel independen adalah kebijakan utang. Variabel ini diukur dari rasio *total debt* terhadap *total equity*. Pengukuran ini mengacu pada penelitian Friend & Lang (1988). *Debt to equity ratio* dihitung dengan rumus:

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

Variabel Moderating

Variabel *moderating* adalah variabel-variabel yang memperkuat atau memperlemah hubungan

langsung antara variabel independen dengan variabel dependen (Indriantoro & Supomo, 2002). Dalam penelitian ini yang menjadi variabel *moderating* adalah kebijakan dividen. Variabel ini diukur dari persentase laba yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas (Brigham & Houston, 2009). Penggunaan laba bersih per lembar saham disebabkan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham merupakan pendapatan bersih setelah dikurangi pajak dan pembayaran bunga pinjaman. *Dividend payout ratio* dihitung dengan rumus:

$$DPR = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earnings per share}}$$

Variabel Dependen

Dalam penelitian ini yang menjadi variabel dependen adalah nilai perusahaan. Proksi yang digunakan dalam mengukur nilai sebuah perusahaan adalah dengan menggunakan Tobin's *q ratio* (Morck, et al. (1988). Tobin's *q ratio* merupakan persentase *market value of equity* terhadap *total assets*.

$$\text{Tobin's } q = \frac{\text{Market value of equity (market capitalization) + total debt}}{\text{Total assets}}$$

$$\text{Market capitalisation} = \text{Price per share} \times \text{Total outstanding share}$$

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan *moderated regression analysis* (MRA). MRA atau uji interaksi merupakan aplikasi khusus regresi liner berganda dimana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi atau perkalian antara dua atau lebih variabel independen (Ghozali, 2011). Persamaan regresi untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y_{t+1} = \alpha + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{1t} * X_{2t} + e$$

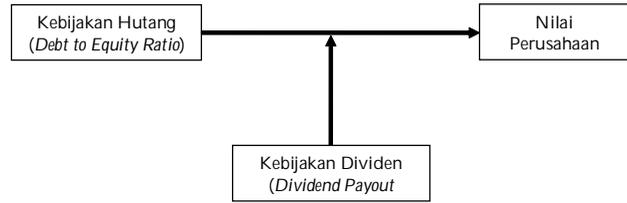
Keterangan:

Y_{t+1} : Tobin's *q ratio* sebagai proksi nilai perusahaan pada periode t+1

Dampak Interaksi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam Menilai Perusahaan

Meythi

- X_{1t} : *debt to equity ratio* sebagai proksi kebijakan utang pada periode t
- X_{2t} : *dividend payout ratio* sebagai proksi kebijakan dividen pada periode t
- $X_{1t} * X_{2t}$: interaksi antara *debt to equity ratio* dan *dividend payout ratio* pada periode t
- α : parameter konstanta
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$: koefisien regresi berganda
- e : faktor lain yang memengaruhi variabel Y



Gambar 1. Model Analisis Penelitian

Dalam model penelitian ini pengaruh variabel *moderating* ditunjukkan oleh interaksi antara variabel *debt to equity ratio* dengan *dividend payout ratio* (DER*DPR). Pendekatan interaksi ini bertujuan untuk menjelaskan variasi variabel dependen (*Tobin's q ratio*) yang berasal dari interaksi antar variabel independen dengan variabel *moderating* dalam model, yaitu DER*DPR.

Pengujian hipotesis ini dilaksanakan setelah terlebih dahulu dilakukan pengujian terhadap asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik meliputi uji normalitas, multikolinieritas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas.

HASIL

Uji Model Regresi

Uji F digunakan untuk mengetahui kelayakan model, apakah permodelan yang dibangun memenuhi kriteria fit atau tidak. Model regresi dikatakan fit apabila tingkat probabilitas F-statistik lebih kecil dari 0,05. Berdasarkan hasil perhitungan diperoleh nilai F hitung seperti disajikan pada Tabel 2.

Dari Tabel 2 nilai probabilitas F-statistik (0,841) > α (0,05), hal ini berarti bahwa model regresi yang dibangun tidak memenuhi kriteria fit model. Model regresi yang dibangun kurang layak digunakan untuk memprediksi variabel nilai perusahaan.

Tabel 2. Uji Kelayakan Model Regresi

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	0,7540	3	0,251	0,278	0,841 ^a
Residual	31,596	35	0,903		
Total	32,350	38			

a. Predictors: (Constant), DER*DPR, DER, DPR

b. Dependent Variable: TOBINS

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	1,560	0,339		4,602	0,000		
DER	-0,196	0,308	-0,190	-0,634	0,530	0,310	3,222
DPR	0,012	0,607	0,006	0,020	0,984	0,308	3,252
DER*DPR	0,215	0,695	0,119	0,310	0,758	0,190	5,275

a. Dependent Variable: TOBINS

Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian dengan menggunakan *moderated regression analysis* (MRA), dilakukan pengujian asumsi klasik. Hal ini dimaksudkan agar model regresi dapat menghasilkan penduga (*estimator*) yang tidak bias. Model regresi akan menghasilkan penduga yang tidak bias jika memenuhi asumsi klasik, antara lain normalitas data, bebas multikolinieritas, bebas autokorelasi, dan bebas heteroskedastisitas.

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak (Ghozali, 2011). Penelitian ini menggunakan pendekatan grafik *normal P-P of regression standardized residual* untuk menguji normalitas data.

Hasil olah data menunjukkan bahwa grafik *Normal P-P of regression standardized residual* menggambarkan penyebaran data disekitar garis diagonal dan penyebarannya mengikuti arah garis diagonal grafik tersebut, maka model regresi yang digunakan dalam penelitian ini memenuhi asumsi normalitas.

Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui apakah di dalam model regresi terdapat korelasi antar variabel independen. Metode yang dapat digunakan untuk menguji terjadinya multikolinieritas dapat dilihat dari matrik korelasi variabel-variabel bebas. Pada matrik korelasi, jika antar variabel bebas terdapat korelasi yang cukup tinggi (umumnya di atas 0,90), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinieritas. Selain itu dapat juga dilihat nilai *tolerance* atau *variance inflation factor* (VIF). Batas dari nilai *tolerance* adalah 0,10 dan batas VIF adalah 10 (Santoso, 2000). Penelitian ini menggunakan metode yang kedua.

Berdasarkan hasil olah data dapat diketahui bahwa nilai VIF (*variance inflation factor*) dibawah 10 dan nilai *tolerance* di atas 0,10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas.

Uji Autokorelasi

Autokorelasi menunjukkan adanya kondisi yang berurutan di antara gangguan atau disturbance ui atau ei yang masuk ke dalam fungsi regresi (Gujarati, 2003). Autokorelasi diuji dengan menggunakan Durbin-Watson. Hasil uji autokorelasi tidak mengindikasikan terjadinya autokorelasi, ditunjukkan dengan angka D-W sebesar 1,854. Angka 1,854 di antara -2 sampai +2, sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam model penelitian ini tidak terdapat gejala autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat ketidaksamaan variansi dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji Glejser (Gujarati, 2003). Pada uji Glejser, nilai residual absolut diregresi dengan variabel independen. Jika pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara statistis adalah signifikan, maka terdapat heteroskedastisitas.

Uji Glejser dalam model regresi menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang secara statistik signifikan ketika nilai residual absolut diregresi dengan variabel independen. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada indikasi heteroskedastisitas nilai residual persamaan dengan variabel-variabel independen penelitian.

Hasil Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis mengenai kebijakan utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai

Dampak Interaksi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam Menilai Perusahaan

Meythi

variabel *moderating* dapat dilihat pada Tabel 3. Hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai t -hitung = 0,310, dengan nilai signifikansi 0,758. Sehingga dapat disimpulkan bahwa H_1 ditolak, karena nilai signifikansi (0,758) yang diperoleh lebih besar daripada taraf signifikansi (0,05). Hal ini berarti dengan tingkat kepercayaan 95% dapat disimpulkan bahwa kebijakan utang tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *moderating*.

PEMBAHASAN

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *moderating*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Sofyaningsih & Hardiningsih (2011). Namun, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Soliha & Taswan (2002), serta Amidu (2007).

Terdapat beberapa kemungkinan untuk menjelaskan hasil tersebut. Pertama, kondisi pasar modal saat ini sedang mengalami krisis kepercayaan berinvestasi di pasar modal, awalnya disebabkan oleh krisis ekonomi yang bermula dari negara Amerika. Puncak krisis berdampak secara menyeluruh di bursa dunia dimulai pada bulan Agustus 2008 sampai dengan saat ini. Ketika pasar modal mengalami kejatuhan harga saham yang sangat tajam sehingga Bapepam menghentikan perdagangan saham di bursa untuk beberapa saat. Ini menggambarkan bahwa kondisi pasar modal In-

donesia masih rapuh dan tidak mempunyai fundamental yang cukup kuat. Hal ini juga menjadi salah satu alasan mengapa hipotesis yang dibangun ditolak, karena kondisi pasar modal Indonesia masih dalam tahap berkembang. Kedua, jumlah dan karakteristik sampel yang digunakan oleh peneliti. Jumlah sampel yang hanya 13 perusahaan selama 4 tahun (2007-2010) relatif lebih kecil. Ketiga, tinggi rendahnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, tidak berkaitan dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Hasil ini tidak konsisten dengan *informational content of dividend* bahwa pembayaran dividen dianggap sebagai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Hasil ini lebih konsisten dengan *bird in the-hand theory* yang menyatakan bahwa pembayaran dividen yang dilakukan saat ini adalah lebih baik daripada *capital gain* di masa mendatang.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menemukan bukti empiris mengenai ada pengaruh positif kebijakan utang terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *moderating*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini diambil dari tahun 2007 sampai tahun 2010 untuk perusahaan-perusahaan manufaktur (industri barang konsumsi) yang terdaftar di BEI. Hasil berdasarkan *moderated regression analysis* (MRA) menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebi-

Tabel 3. Hasil *Moderated Regression Analysis*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	1,560	0,339		4,602	0,000		
DER	-0,196	0,308	-0,190	-0,634	0,530	0,310	3,222
DPR	0,012	0,607	0,006	0,020	0,984	0,308	3,252
DER*DPR	0,215	0,695	0,119	0,310	0,758	0,190	5,275

a. Dependent Variable: TOBINS

jakan dividen sebagai variabel *moderating*. Jadi, hipotesis penelitian tidak didukung secara empiris.

Peneliti menyadari adanya beberapa keterbatasan yang mungkin memengaruhi hasil sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi. Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini antara lain bahwa hasil penelitian tidak konsisten dengan *informational content of dividend* bahwa pembayaran dividen dianggap sebagai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Penelitian ini hanya menguji kebijakan dividen sebagai variabel *moderating* pada hubungan antara kebijakan utang dengan nilai perusahaan.

Saran

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan ide untuk pengembangan penelitian selanjutnya, dimana para pelaku investasi di Bursa Efek Indonesia terbukti mengikuti pola *bird in the-hand theory*, yang menyatakan bahwa pendapatan dividen yang kecil saat ini tidak dianggap lebih menguntungkan dibandingkan dengan *capital gain* di masa yang akan datang. Penelitian selanjutnya dapat menambah variabel *moderating* yang lain, misalnya ukuran perusahaan, profitabilitas atau yang lainnya. Penambahan variabel *moderating* akan memberikan pemahaman yang semakin lengkap tentang faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan utang dan kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Amidu, M. 2007. How Does Dividend Policy Affect Performance of the Firm on Ghana Stock Exchange. *Investment Management & Financial Innovations*, 4(2): 103-112.
- Brennan, M. 1970. Taxes, Market Valuation, and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 23(4): 417-427.
- Brigham, E. F. & Houston, J. F. 2009. *Fundamentals of Financial Management*. 6th Edition. South Western: Cengage Learning.
- Farrar, D. & Selwyn, L. 1967. Taxes, Corporate Financial Policy dan Return to Investors. *National Tax Journal*, 20(4): 444-454.
- Friend, L. & Lang, L.H.P. 1988. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 43(2): 271-282.
- Gordon, M. J. 1963. Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 18(2): 264-272.
- Lintner, J. 1962. Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *Review of Economics and Statistics*, XLIV(3): 243-269.
- Mahendra, A.D.J. 2011. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderating) pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Universitas Udayana.
- Miller, M.H. & Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4): 411-433.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R.W. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2): 293-515.
- Myers, S. C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3): 573-592.
- Myers, S. C. & Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187-221.
- Ross, S.A. 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 8(1): 23-40.
- Sofyaningsih, S. & Hardiningsih, P. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, 3(1): 68-87.
- Soliha, E. & Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Memengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 7(1): 1-10.
- Wild, J.J., Subramanyam, K.R., & Hasley, R.F. 2005. *Financial Statement Analysis*. Jakarta: Salemba Empat.