

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN DEVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN

Misrah

Universitas Megarezky, Jl. Antang Raya No. 43 Telp. (0411) Makassar

Jurusan Kewirausahaan Universitas Megarezky Makassar

e-mail : misrahsosimm@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan: untuk mengembangkan dan menganalisis pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap kebijakan deviden dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial terhadap kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan sebesar 3,005 dengan nilai t sebesar 0,617 dengan standar Error (SE) senilai 4,874 pada taraf signifikansi 0,537 dan nilai perusahaan sebesar 0,048 dengan nilai t sebesar 1,079 dengan standar Error (SE) senilai 0,045 pada taraf signifikansi 0,281. Kepemilikan institusional terhadap kebijakan deviden berpengaruh negative sebesar -1,497 dengan nilai t sebesar -2,981 dengan standar Error (SE) senilai 0,502 pada taraf signifikansi 0,003 dan pada nilai perusahaan sebesar 0,064 dengan nilai t sebesar 2,990 dengan standar Error (SE) senilai 0,021 pada taraf signifikansi 0,003. Sedangkan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan berpengaruh positif dan signifikan sebesar 0,025 dengan nilai t sebesar 37,398 dengan standar Error (SE) senilai 0,001 pada taraf signifikansi 0,000. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa saat proporsi kepemilikan manajerial dan institusional meningkat maka akan diikuti oleh penurunan pembayaran deviden namun akan meningkatkan nilai perusahaan.

Kata kunci : Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Nilai Perusahaan

Abstract

This study aims to develop and analyze the effect of ownership structure on dividend policy and firm value on manufacturing companies listed on Indonesian stock exchanges. The result showed that managerial ownership variable to dividend policy had positive and significant effect of 3,005 with t value 0,617 with standard of error 4,874 at significance level 0,537 and company value equal to 0,048 with value t equal to 1,079 with standard of error (SE) 0.045 at significance level of 0.281. The institutional ownership of the dividend policy had negative effect of -1.497 with the value of t equal to -2.981 with the standard of error 0,502 at significance level 0,003 and at company value equal to 0,064 with t value equal to 2,990 with standard of error 0,21 at significance level 0.003. While dividend policy to firm value have positive and significant effect equal to 0,025 with t value equal to 37,398 with standard of error 0,001 at 0.000 significance level. The results of this study indicate that when the proportion of managerial and institutional ownership increases, it will be followed by a decrease in dividend payments but will increase the value of the company.

Keywords : Ownership Structure, Dividend Policy, Company Value

PENDAHULUAN

Secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga pasar sahamnya (Qureshi, 2006). Meningkatkan nilai perusahaan berarti memaksimalkan kekayaan atau kesejahteraan para pemegang saham (Martin, et al,1994). Tujuan perusahaan itu dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994) Pengelolaan keuangan perusahaan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang

diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiga keputusan itu akan memaksimalkan nilai perusahaan, dengan demikian keputusan keputusan tersebut adalah saling berkaitan satu dengan lainnya (Qureshi, 2006)

Teori organisasi dan korporasi modern dari Marshal 1920, dalam Berle dan Means, 1933) telah banyak diterapkan dalam perusahaan-perusahaan besar dan modern sampai saat ini. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management-CEO* sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan. Perkembangan selanjutnya, teori keagenan (*agency theory*) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Hal ini disebabkan dengan adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen dan Meckling, 1976; dan Shleifer dan Vishny, 1986). Asumsi dasar dalam *agency theory* adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan para pemegang saham.

Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa teori keagenan menggunakan tiga asumsi sifat manusia yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*); (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*); dan (3) manusia selalu menghindari risiko (*risk averse*). Berdasarkan pada asumsi sifat dasar manusia tersebut manajer sebagai manusia akan bertindak *opportunistic*, yaitu akan mengutamakan kepentingan bagi pribadinya. Sejalan dengan itu, Gitman (2000) mengemukakan bahwa kontrol dari perusahaan modern seringkali berada di tangan manajer profesional yang bukan pemilik, ada pemisahan antara pemilik dengan pengelola. Umumnya manajer keuangan akan setuju dengan sasaran maksimisasi kesejahteraan pemilik. Tetapi kenyataan dalam praktek, bagaimanapun manajer juga berkepentingan dengan kesejahteraannya, keamanan kerjanya, gaya hidupnya dan kesenangan-kesenangan lainnya seperti menjadi anggota golf club, kendaraan mewah, kantor yang mewah dan nyaman dan lain-lain. Kepentingan tersebut membuat manajer tidak ingin mengambil risiko yang lebih besar, karena hal itu akan mengganggu posisinya dan merusak kesejahteraan pribadinya. Akibat konflik antara kedua kepentingan tersebut, keuntungan dapat menjadi tidak maksimum dan berpotensi merugikan kesejahteraan para pemilik perusahaan.

Managerial opportunism hypothesis sebagaimana diungkapkan oleh Jensen (1986), menyatakan bahwa para manajer mempunyai kecenderungan untuk menahan cash, menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang mungkin meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham (Jiraporn dan Ning, 2006).

Selanjutnya teori keagenan menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol salah satunya adalah dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, yang akan mengakibatkan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1989). Rozeff (1982) mengemukakan

bahwa pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* karena konflik antara manajemen dengan pemegang saham akan berkurang. Pembayaran dividen menunjukkan bahwa manajemen mengelola perusahaan dengan baik dan dapat menjadi signal yang positif bagi para pemegang saham untuk reinvestasi dalam perusahaan. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menjelaskan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring capital market yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru dari pihak eksternal, sehingga mengurangi biaya keagenan.

Pembayaran dividen dipahami dapat mengurangi permasalahan keagenan, namun penelitian yang membahas hubungan langsung antara dividen dan nilai perusahaan dalam hal ini kemakmuran pemegang saham sampai saat ini hasilnya masih ambigu (Jensen dan Smith, 1984). Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, perilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen adalah tidak relevan. Hasil-hasil penelitian Black dan Scholes (1974), Jose dan Stevens (1989) mendukung argumentasi *dividend irrelevant theory* ini. Bagaimanapun, dalam praktek-praktek di pasar secara nyata, ditemukan bahwa kebijakan dividen nampaknya menjadi permasalahan, dan melonggarkan satu atau lebih dari asumsi asumsi pasar modal yang sempurna adalah sebagai suatu dasar telah terbentuknya teori-teori yang menjadi tandingan dari teori kebijakan dividen tersebut.

Dengan membagikan deviden perusahaan mempertimbangkan proporsi pembagian antara pembayaran kepada pemegang saham dan reinvestasi dalam perusahaan. Disatu sisi laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu sumber pendanaan bagi pertumbuhan perusahaan, tetapi disisi lain deviden merupakan aliran kas atau asset yang akan dibagikan kepada pemegang saham sehingga dalam memutuskan suatu kebijakan deviden diperlukan sebuah pertimbangan yang sangat matang (Barclay, 1988)

METODE PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu data yang dinyatakan dengan angka-angka yang menunjukkan besarnya nilai variabel yang diteliti. Sedangkan sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang didapat dari pihak lain yang telah menghimpunnya terlebih dahulu. Sumber data yang digunakan terdiri dari;

- (1) *Indonesian Capital Marker Directory* (ICMD), terbitan tahun 2016 sampai dengan tahun 2022;
- (2) Laporan tahunan (annual report) untuk semua perusahaan Manufaktur yang menjadi anggota sampel, untuk tahun 2016 sampai dengan tahun 2022;
- (3) *JSX Monthly Statistic*, untuk terbitan Januari tahun 2016 sampai dengan Desember tahun 2022.
- (4) Disertasi dan Jurnal-jurnal yang berkaitan dengan peneliitian ini

Berdasarkan dimensi waktu dan urutan waktu, penelitian ini bersifat *cross-sectional* dan *time series* atau disebut data panel (*data pooled*), karena selain mengambil sampel berupa kejadian pada suatu waktu tertentu juga mengambil sampel berdasar urutan waktu.

Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model persamaan struktural atau *Structural Equation Modeling* (SEM) untuk mengetahui hubungan

kausalitas antar variabel laten yang terdapat dalam persamaan struktural (Wijaya, 2009). Untuk menganalisis data hasil survei, menginterpretasi hasil penelitian serta untuk menguji hipotesis, maka digunakan analisis deskriptif, pengujian model pengukuran, pengujian model overall, pengujian model struktural serta pengujian hubungan variabel terobservasi.

Untuk memudahkan proses analisis digunakan beberapa program aplikasi statistik, antara lain SPSS versi 20 (*Statistical Program for Social Science*) dan AMOS (*Analysis Moment of Structure*) versi 20 yang merupakan paket dalam program SEM (*Structural Equation Model*).

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, seperti yang termuat dalam Indonesian Capital Market Directory (ICMD). Perusahaan yang dipilih sebagai sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember dan memiliki laporan keuangan audit, (2) Tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh manajerial perusahaan (3) Tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh institusi (*institutional investor*), (4) perusahaan membagi dividen yang dilihat dari Dividend Payout Ratio (DPR), (6) perusahaan memiliki informasi berkaitan dengan pengukuran variabel Tobin's Q. Data yang diambil adalah data panel yang menggabungkan data runtut waktu (*times series*) selama 7 tahun dan data *cross section* dari 122 perusahaan sampel.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

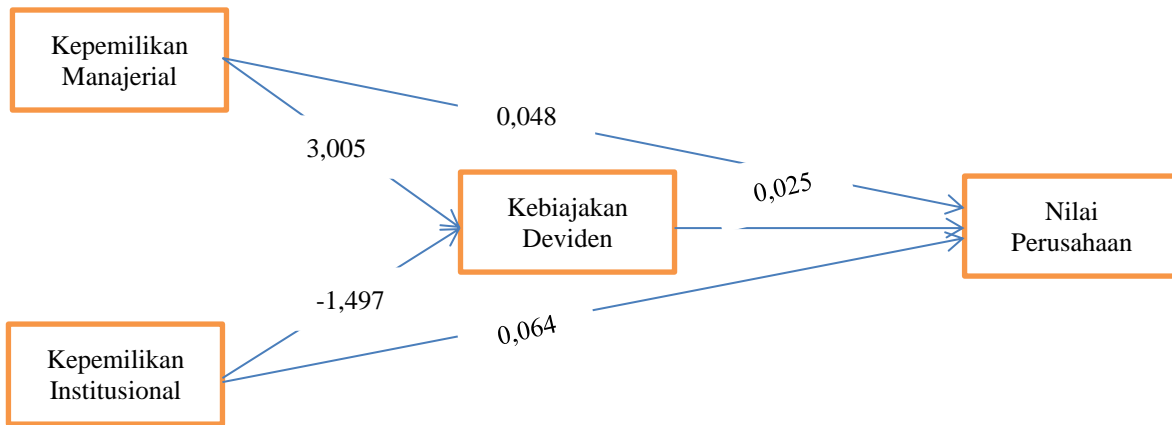
Analisis dan Pengujian Model Struktural Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Pada pembahasan sebelumnya telah dikemukakan bahwa penelitian ini untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan yang meliputi: kepemilikan saham dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

1. Kepemilikan manajerial (X1) terhadap Kebijakan dividen (Y1) Koefisien pengaruh variabel Struktur Kepemilikan Manajerial (X1) terhadap Kebijakan Dividen (Y1) sebesar 3,005 dengan nilai t sebesar 0,617 dengan standar Error (SE) senilai 4,874 pada taraf signifikansi 0,537. Nilai statistik t hitung pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial (X1) terhadap Kebijakan Dividen (Y1) sebesar 3,005 dengan signifikansi 0,537 atau di atas 0,05. Ini berarti Struktur Kepemilikan Manajerial (X1) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen (Y1).
2. Kepemilikan Manajerial (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y2) Koefisien pengaruh variabel Struktur Kepemilikan Manajerial (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y2) sebesar 0,048 dengan nilai t sebesar 1,079 dengan standar Error (SE) senilai 0,045 pada taraf signifikansi 0,281. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa variabel Struktur Kepemilikan Manajerial (X1) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan (Y2). Ini berarti bahwa peningkatan Struktur Kepemilikan Manajerial (X1), akan diikuti dengan peningkatan Nilai Perusahaan (Y2) dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Nilai Perusahaan (Y2) dianggap konstan. Nilai statistik t hitung pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y2) sebesar 1,079 dengan signifikansi 0,281 atau di atas 0,05. Ini berarti Struktur

- Kepemilikan Manajerial (X1) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y2).
3. Kepemilikan Instiusional (X2) Terhadap Kebijakan deviden (Y1) Koefisien pengaruh variabel kepemilikan instiusional (X2) terhadap Kebijakan Dividen (Y1) sebesar -1,497 dengan nilai t sebesar -2,981 dengan standar Error (SE) senilai 0,502 pada taraf signifikansi 0,003. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa variabel kepemilikan instiusional (X2) berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen (Y1). Ini berarti bahwa peningkatan proporsi kepemilikan instiusional (X2), akan diikuti dengan penurunan Kebijakan Dividen (Y1) dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Kebijakan Dividen (Y1) dianggap konstan. Nilai statistik t hitung pengaruh kepemilikan instiusional (X2) terhadap Kebijakan Dividen (Y1) sebesar -2,981 dengan signifikansi 0,003 atau di bawah 0,05. Ini berarti kepemilikan instiusional (X2) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen (Y1).
 4. Kepemilikan Instiusional (X2) Terhadap Nilai Perusahaan (Y2) Koefisien pengaruh variabel kepemilikan instiusional (X2) terhadap Nilai Perusahaan (Y2) sebesar 0,064 dengan nilai t sebesar 2,990 dengan standar Error (SE) senilai 0,021 pada taraf signifikansi 0,003. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa variabel kepemilikan instiusional (X2) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan (Y2). Ini berarti bahwa peningkatan proporsi kepemilikan instiusional (X2), akan diikuti dengan peningkatan Nilai Perusahaan (Y2) dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Nilai Perusahaan (Y2) dianggap konstan. Nilai statistik t hitung pengaruh proporsi kepemilikan instiusional (X2) terhadap Nilai Perusahaan (Y2) sebesar 2,990 dengan signifikansi 0,003 atau di bawah 0,05. Ini berarti kepemilikan instiusional (X2) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y2).
 5. Kebijakan deviden (Y1) terhadap Nilai Perusahaan (Y2) Koefisien pengaruh variabel Kebijakan Dividen (Y1) terhadap Nilai Perusahaan (Y2) sebesar 0,025 dengan nilai t sebesar 37,398 dengan standar Error (SE) senilai 0,001 pada taraf signifikansi 0,000. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa variabel Kebijakan Dividen (Y1) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan (Y2). Ini berarti bahwa peningkatan Kebijakan Dividen (Y1), akan diikuti dengan peningkatan Nilai Perusahaan (Y2) dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Nilai Perusahaan (Y2) dianggap konstan. Nilai statistik t hitung pengaruh Kebijakan Dividen (Y1) terhadap Nilai Perusahaan (Y2) sebesar 37,398 dengan signifikansi 0,000 atau di bawah 0,05. Ini berarti Kebijakan Dividen (Y1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y2).

adapun besar pengaruh variabel di tampilkan pada gambar berikut:



Gambar 1. Kerangka konseptual

Hasil Estimasi dalam Bentuk Skema

Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
Y1 <--- X1	3.005	4.874	.537	.617	
Y2 <--- X1	.048	.045	.281	1.079	
Y2 <--- X2	.064	.021	.003	2.990	
Y1 <--- X2	-1.497	.502	.003	-2.981	
Y2 <--- Y1	.025	.001	.243	.000	

Data diolah 2022

PEMBAHASAN

Pengaruh variabel Struktur Kepemilikan saham terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian menunjukkan variabel Struktur Kepemilikan saham tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Bradford (2007), bahwa kepemilikan saham minoritas tidak memiliki kekuatan atau kontrol kepada pemegang saham untuk menentukan kebijakan dividen (yang menentukan adalah RPUS) yang didominasi oleh saham mayoritas. Selain itu, hasil ini disebabkan karena selama periode 2016 – 2022 lebih dari 50% perusahaan sampel tidak membagikan dividen secara berturut-turut. Sehingga naik turunnya struktur kepemilikan manajerial tidak terlalu berdampak pada kebijakan dividen. Akan tetapi, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Eckbo dan Verma, (1994) yang secara empiris menunjukkan bahwa dividen menurun dengan meningkatkan kekuatan kepemilikan manajerial dan juga berpendapat bahwa dalam manajer perusahaan yang dikendalikan di mana mereka memiliki kekuasaan mutlak. Chen et al (2005) juga menunjukkan sebuah hubungan negatif antara manajemen dan dividen kepemilikan kebijakan dan lebih jauh lagi berpendapat bahwa kepemilikan manajemen adalah negatif terkait dengan kinerja perusahaan di Hongkong.

Secara umum manager mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan mensterilkan dengan pemegang saham. Melalui kebijakan ini manager diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah. Dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai

investasi di masa mendatang. Berdasarkan hasil ini sehingga Hipotesis 2 yaitu terdapat pengaruh negatif dan signifikan Struktur modal terhadap kebijakan dividen diterima, sedangkan pengaruh negatif dan signifikan struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen ditolak

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian menunjukkan Struktur Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan, hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) menemukan bukti bahwa Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Ini mungkin disebabkan karena manajemen perusahaan tidak mempunyai kendali terhadap perusahaan. Terlebih rata-rata kepemilikan saham manajemen hanya sebesar 3,8%. Manajemen lebih banyak dikendalikan pemilik mayoritas sehingga manajemen hanya sebagai perpanjangan tangan pemilik mayoritas dalam usahanya meningkatkan Nilai Perusahaan. (Adnantara, 2013).

Hasil ini disebabkan karena peningkatan struktur kepemilikan manajerial tidak mampu menaikkan nilai perusahaan yang diproksi dengan *tobinsQ*. Berbeda dengan Jensen dan Meckling, (1976). Semakin bertambahnya saham yang dimiliki manajer melalui kepemilikan manajerial akan memotivasi kinerja manajemen karena mereka merasa memiliki andil dalam perusahaan baik itu dalam pengambilan keputusan dan bertanggungjawab terhadap keputusan yang diambil karena ikut sebagai pemegang saham perusahaan sehingga kinerja manajemen semakin baik dan berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial (*insider ownership*) diukur sesuai proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial (Iturriaga, et al. 2001).

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh variabel Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan adalah positif dan signifikan. ini berarti bahwa peningkatan Kebijakan Dividen akan diikuti dengan peningkatan Nilai Perusahaan dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Kebijakan Dividen dianggap konstan. Kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen dapat mencerminkan nilai perusahaan. Jika pembayaran dividen tinggi, maka harga saham juga tinggi yang berdampak pada tingginya nilai perusahaan begitu juga sebaliknya (Aliahmed, 2008). Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan yang paling penting (Murekefu and Ochuodho, 2012). Okpara (2012) menjelaskan tentang kekhawatiran yang dihadapi oleh perusahaan dalam kebijakan dividen adalah seberapa banyak pendapatan yang bisa dibayarkan sebagai dividen dan seberapa banyak dapat dipertahankan, karena terkadang pembagian dividen bagi sebagian investor bukanlah sinyal positif. Investor menganggap manajer perusahaan tidak peka pada peluang investasi yang akan mendatangkan keuntungan namun lebih memilih membagikan dividen. Sehingga, nilai perusahaan dapat turun karena kurangnya keinginan pemegang saham untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

Beberapa penelitian yang tidak sejalan dengan hasil penelitian ini adalah teori yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani yang mengemukakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena menurut mereka rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham (Boanyah, et al. 2013). Meningkatnya nilai dividen tidak selalu diikuti dengan meningkatnya nilai perusahaan karena nilai perusahaan ditentukan hanya oleh kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya (Mardiyanti, dkk. 2012). Hasil yang sama juga ditemukan oleh Gill, et al.

(2011), Guizani and Ezzeddine (2012), Jiang and Komain (2013), Hasil ini sesuai dengan teori menurut Brealey, Myers dan Marcus (2008) bahwa, "Karena investor tidak membutuhkan dividen untuk mengkonversi saham mereka menjadi uang tunai, mereka tidak akan membayar harga yang lebih tinggi untuk perusahaan dengan pembayaran dividen yang lebih tinggi.

Implikasi hasil penelitian bagi investor bahwa kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen dapat mencerminkan nilai perusahaan. Jika pembayaran dividen tinggi, maka harga saham juga tinggi yang berdampak pada tingginya nilai perusahaan begitu juga sebaliknya. Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan yang paling penting. Implikasi hasil penelitian bagi para manajer perusahaan bahwa dengan membagikan dividen kepada pemilik saham akan memberikan sinyal positif bagi investor lain sehingga minat investor untuk berinvestasi meningkat dan nilai perusahaan pun meningkat. Implikasi hasil penelitian bagi para peneliti bahwa hasil penelitian ini sejalan dengan Teori Bird-In-The-Hand adalah teori yang menjelaskan bahwa investor menghendaki pembayaran dividen yang tinggi. Alasan yang sering dikemukakan dalam memilih Teori *Bird-In-The-Hand* ini karena ada anggapan bahwa mendapat dividen tinggi saat ini risikonya lebih kecil daripada mendapat capital gain di masa yang akan datang. Salah satu keuntungan bila menerapkan Teori *Bird-In-The-Hand* ini adalah dengan memberikan dividen yang tinggi, maka harga saham perusahaan juga akan semakin tinggi pula.

KESIMPULAN

Berdasarkan permasalahan yang ada di dalam penelitian, hipotesis penelitian serta hasil analisa data dan pembahasan hasil penelitian, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

Variabel struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan deviden namun berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini mengindikasikan bahwa proporsi kepemilikan manajerial meningkat maka akan diikuti oleh meningkatnya nilai perusahaan.

struktur kepemilikan institusional berpengaruh negative dan signifikan terhadap kebijakan deviden namun berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ini mengindikasikan bahwa saat proporsi kepemilikan institusional meningkat maka akan diikuti oleh penurunan pembayaran deviden namun akan meningkatkan nilai perusahaan.

SARAN

Berdasarkan simpulan dan keterbatasan penelitian yang telah disampaikan sebelumnya, beberapa saran dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mendapatkan nilai perusahaan maka diperlukan berbagai upaya yang dilakukan oleh pihak manajer yaitu dengan meningkatkan struktur kepemilikan manajerial dan meningkatkan struktur modal eksternal sehingga secara langsung dapat berkontribusi terhadap nilai perusahaan.
2. Beberapa factor yang di duga berpengaruh terhadap nilai perusahaan belum diakomodir pada penelitian ini, sehingga disarankan kepada peneliti selanjutnya untuk menambah variabel seperti inflasi, jumlah uang yang beredar; tingkat bunga; cashflow; dan kebijakan pemerintah lainnya, yang sangat dimungkinkan menjadi salah satu faktor determinan yang signifikan bagi manajer dalam mengambil berbagai keputusan keuangan.

3. Temuan Penelitian ini dapat menjadi dasar untuk penelitian lanjutan yang mengkaji tentang nilai perusahaan di masa yang akan datang.
4. Penelitian ini hanya menggunakan *pooled data*, yaitu gabungan antara *crosssection* data dan *time series* data sehingga dimungkinkan terjadi bias untuk hasil analisisnya. Keterbatasan dari penelitian ini diharapkan dapat membuka peluang bagi penelitian yang akan datang untuk mempertimbangkan model analisis data yang bersifat non linier, sebagai upaya untuk mendapatkan hasil analisis data yang lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A., dan G. Mandelker (1990), "*Large shareholders and the monitoring of managers*". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, No. 2 pp. 143 - 161.
- Allen, F., Bernardo, A. E & Welch, I. 2000. *A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles*. *The Journal of Finance*. Vol. 55, No. 6, pp: 2499-2536.
- Barclay, M. J., dan C. W. Smith, Jr. (1988), "Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases". *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, pp. 61-82.
- Berle, Adolf, dan Gardiner Means (1932), "The Modern Corporation and Private property". Mac-Millan, New York.
- Bethel, J.E. dan Julia Liebeskind (1993), "The Effect of Ownership Structure on Corporate Structuring". *Strategi management Journal*, Vol. 14: pp. 15 – 31.
- Black, F., dan Scholes, M. (1974), *The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns*. *Journals of Financial Economics*, Vol. 1: pp. 1-22.
- Boanyah, Ebenezer Adu, Desmond Tutu Ayentimi and Osei Yaw Frank. 2013. Determinants of Dividend Payout Policy of Some Selected Manufacturing Firms Listed on The Ghana Stock Exchange. *Journal of Finance and Accounting*, 4(5): pp: 49-60
- Brealey, R. dan S. Myers (2008), *Principles of Corporate Finance, 8th edn*. London: McGraw-Hill.
- Brigham, Eugene F. dan Houston Joel F. (2006), "Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jilid 1". Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Edisi Kesepuluh, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Crutchley, C.E dan R. Hansen (1989), "*A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, Corporate Dividends*". *Financial Management*, Vol. 18; pp. 35-57.
- Easterbrook, F. H. (1984), "*Two Agency Cost Explanations of Dividends*". *American Economic Review*, Vol. 74: pp. 650-659.
- Eckbo B. Espen, Savita Verma, 1994, Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy, *Journal of Corporate Finance* 1 : 33-62
- Eisenhardt, K. M., 1989. Building Theories from Case Study Research, *Academy of Management Review*, vol. 14, no. 4, pp 532-550,
- Fama, E. F., dan K. R. French (2002), "*Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt*." *Review of Financial Studies*, Vol. 15: pp. 1-33.
- Gitman, L.J, 2000, "*Principle of Management Finance*," 9th d, Addison Wasler, Massachussets.

- Guizani, Moncef and Ezzeddine Abaoub. 2012. Does The Contribution Of Dividend To Firm Value Depend On Controlling Shareholders ?. *International Journal Of Disclosure and Governance*, 9(1): pp:6277
- Holderness, C.G., dan Sheehan, D.P. (1988), "*The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis*". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: pp. 317-40.
- Iturriaga, Felix J. Lopez dan Sanz, Juan Antonio Rodriguez (2000), "*Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Spanish Firms*".
- Iturriaga, Lopez, Felix J., Rodriguez Sanz, and Juan Antonio. 2001. *Ownership Structure, Corporate Value, and Firm Investment: A Simultaneous Equations Analysis of Spanish Companies. Journal of Management & Governance*, 5(2): p:179-204 *Simultaneous Equations Analysis*". *Direction General de Enseñanza Superior e Investigación Científica*.
- Jensen, Michael C. (1986), "*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*", *American Economic Review*. Vol. 76: pp. 23-329
- Jensen, Michael C. dan William H. Meckling. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, Michael C., dan Smith, Jr Clifford W. (1994), "*The Modern Theory of Corporate Finance*". *Mc Graw – Hill Book Company*.
- Jiang, Jun and Komain Jiranyakul. 2013. Capital Structure, Cost Of Debt And Dividend Payout of Firms in New York And Shanghai Stock Exchanges. *International Journal Of Economics and Financial Issues*, 3(1): pp:113-12
- Jiraporn, Pornsit, dan Yixi Ning (2006), "*Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance*". *Journal of Applied Finance – Fall/winter 2006*.
- Jose, M.L., dan J.L. Stevens (1989), "*Capital Market Valuation of Dividend Policy*". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 16: pp. 651-662.
- Leland, Hayne E. dan David H. Pyle. (1997). *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. The Journal of Finance*, 32(2), 371387
- Martin, John D., Keown, Arthur J., Petty, J. William, dan Scott, Jr., David F. (1994), "*Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*". Edisi Kelima, Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Miller, M. H., dan F. Modigliani (1961), "*Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*". *Journal of Business*, Vol. 34: pp. 411-433
- Murekefu, Timothy Mahalang'ang'a and Ochuodho Peter Ouma. 2012. *The Relationship Between Dividend Payout and Firm Performance : A Study of Listed Companies in Kenya. European Scientific Journal*, 8(9): pp: 199-215
- Navissi, F., dan Naiker, V. (2006), "*Institutional ownership and corporate value*". *Managerial Finance*, Vol. 32, No. 3: pp. 247-256.
- Okpara, Godwin Chigozie. 2012. *AsyModigliani dan Milleretric Information And Dividen Policy in Emerging Markets : Empirical Evidence From Nigeria. International Journal Of Economics And Finance*, 2(4): pp:212-220
- Qureshi, Muhammad Azeem (2006), "*System dynamics modelling of firm value*". *Journal of Modelling in Management*. Vol. 2, No. 1, pp. 24-39

Rozeff, M. S. (1982), "*Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios*". *Journal*.

Shleifer, A. dan R.W. Vishny (1986), "*Large Shareholders and Corporate Control*," *The Journal of Political Economy* 94, 461-488.

Sujoko dan Soebiantoro, Ugy. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol 9: Hal. 41-48.

Sujoko dan Soebiantoro, Ugy. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol 9: Hal. 41-48.

Walker, M Mark (2000), "Corporate Take Over, Strategic Objectives, and Acquiringn Firm Shareholders Wealth". *Financial Management*, Winter: pp. 36-46.

Wright, Peter, dan Ferris, Stephen P. (1997), "Agency Conflict & Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value". *Strategic Management Journal*. Vol. 18: pp. 77-83.