

KEBIJAKAN PENDANAAN, *INSIDER OWNERSHIP* DAN *FIRM SIZE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN YANG *LISTED* DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI) TAHUN 2010-2013

Supriyana

Nunung Ghoniyah

Universitas Islam Sultan Agung Semarang

Yana_ktlng@yahoo.com

ABSTRACT

This research is conducted for testing the influence of debt to equity ratio, insider ownership and firm size to price book value with the dividend payout ratio as the intervening variable in the firms registered at Indonesian Capital Market in the period of 2010 through 2013. Sampling technique applied in this research is purposive sampling. The data are collected based on the publication of Indonesian Capital Market Directory and www.idx.co.id. A number of 36 sample companies out of 472 companies registered at Indonesian Capital Market are obtained. Analytic technique applied in this research is double linier regression to obtain a thorough picture of the relation between one variable and the others. This research is measured by seeing the determination coefficient, statistic value of F, statistic value of t, and intervening test. Besides, classic assumption test is also conducted, involving normality, multicollinearity, auto-correlation, and heteroscedasticity tests. The analysis result shows that DER variable partially influences significantly negative to DPR, insider ownership variable partially influences significantly positive to DPR, firm size variable partially influences significantly positive to DPR, DER variable partially influences significantly negative to PBV, insider ownership variable influences significantly positive to PBV, firm size variable partially influences significantly positive to PBV and DPR variable partially influences significantly positive to PBV. The regression test result with intervening variable states that Dividend Policy (DPR) is not intervening variable, Debt to Equity Ratio (DER) variable, insider ownership and firm size toward Price Book Value (PBV).

Keywords: *Debt to Equity Ratio, insider ownership, firm size, dividend payout ratio and price book value*

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan atau *Corporate Value*, menurut Brigham (2005) mencerminkan kemampuan manajemen pendanaan dalam menentukan target struktur modal (aktivitas pendanaan), kemampuan manajemen investasi dalam mengefektifkan penggunaan aktiva (aktivitas investasi) dan kemampuan manajemen operasi dalam mengefisienkan proses produksi dan distribusi (aktivitas operasi) perusahaan.

Kebijakan Dividen yang diprosikan oleh *Dividend payout ratio* (DPR) pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan (Mehta 2012). Brigham (2005) juga mengatakan bahwa manajer percaya bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang stabil. Ada banyak alasan yang dapat menjelaskan

mengapa kebijakan dividen begitu menarik, salah satu alasan bahwa kebijakan dividen perusahaan mempengaruhi struktur modal, karena laba ditahan bertujuan untuk mendanai perusahaan, jika tidak perusahaan harus mengumpulkan dana dengan menerbitkan hutang baru (Shubiri 2011).

Kebijakan pendanaan yang tercermin dalam *Debt to Equity Ratio (DER)* mencerminkan proporsi besarnya total hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Hutang yang semakin besar menyebabkan beban perusahaan menjadi besar karena beban biaya hutang yang harus ditanggung. Semakin besar hutang akan menyebabkan prioritas perusahaan untuk membayar dividen akan semakin kecil karena keuntungan perusahaan berkurang dengan adanya biaya hutang perusahaan (Al Najjar 2012).

Insider ownership mencerminkan besarnya kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, hal ini mengindikasikan bahwa manajer yang mempunyai saham yang besar akan bertindak selayaknya pemegang saham sehingga manajer akan lebih berhati-hati terhadap setiap aktivitas investasi yang dilakukannya (Kapoor 2006).

Firm Size ini menunjukkan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Suatu perusahaan besar yang sudah mapan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan baru dan yang masih kecil akan mengalami banyak kesulitan untuk memiliki akses ke pasar modal. Karena kemudahan akses ke pasar modal cukup berarti untuk fleksibilitas dan kemampuannya untuk memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan besar mempunyai kesempatan untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar, hal ini akan meningkatkan besarnya dividen yang dibayarkan (Mehta 2012).

Adanya kontradiksi atau *gap* dalam penelitian-penelitian sebelumnya mengenai Kebijakan Pendanaan yang diprosikan dalam *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Insider*

Ownership dan *Firm Size* terhadap Nilai Perusahaan maka dalam penelitian ini kebijakan dividen dijadikan sebagai variabel intervening karena penelitian terdahulu yang meneliti tentang kebijakan dividen semua berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga kebijakan dividen ini diharapkan mampu menjadi penghubung antara pengaruh kebijakan pendanaan, *Insider Ownership* dan *Firm Size* terhadap Nilai Perusahaan. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengembangkan model pengaruh kebijakan pendanaan, *insider ownership* dan *firm size* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening.

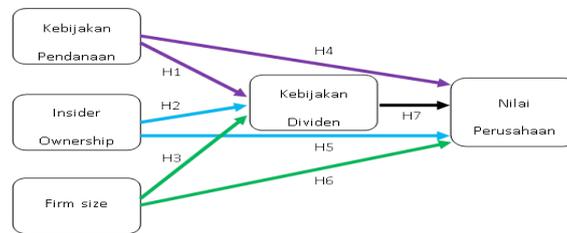
KAJIAN PUSTAKA

Dari beberapa hasil penelitian yang dilakukan oleh peneliti terdahulu terdapat ketidak konsistenan dalam hasil penelitian mengenai pengaruh ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap Return Saham. Olehnya itu peneliti mencoba memediasi pengaruh ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap return saham dengan struktur modal, karena berdasarkan teori dan penelitian terdahulu bahwa return saham di pengaruhi oleh struktur modal. Struktur modal merupakan bagian dari struktur finansial yang hanya mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Bambang R, 1995). Struktur modal yang optimal akan mempengaruhi tingkat return saham. Sesuai dengan Signaling Theory yang menyatakan bahwa struktur modal yang optimal akan memberikan signal positif terhadap para investor untuk berinvestasi dengan asumsi bahwa perusahaan yang memiliki struktur modal yang optimal merupakan perusahaan yang memiliki nilai tinggi dengan tingkat penggunaan hutang yang optimal dan tingkat resiko yang kecil (Dessy et.al, 2013). Hal ini juga sesuai dengan hasil penelitian lain yang menyatakan bahwa struktur modal mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap return saham (Khamis et.al, 2013);

(Olowonii & Ojenike, 2013); (Hamid et,al, 2013) dan (Saniman, 2007).

Perbedaan mendasar dengan penelitian sebelumnya adalah penggunaan Kebijakan Dividen yang diproksikan dalam *Dividend payout ratio* (DPR) sebagai variabel intervening dan juga perbedaan variabel penelitian, obyek penelitian serta periode yang digunakan. Obyek penelitian dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2013. Dengan adanya batasan waktu tersebut dimaksudkan untuk memudahkan peneliti dalam pengolahan data serta agar lebih spesifik dalam penelitian.

yang diproksikan dalam *Debt to Equity Ratio* (DER), *Insider Ownership* dan *Firm Size* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen yang diproksikan dalam *Dividend payout ratio* (DPR) sebagai variabel intervening. Perbedaan hasil peneliti satu dengan yang lain disebabkan antara lain oleh periode waktu atau kondisi ekonomi serta jumlah sampel yang diambil pada saat melakukan penelitian. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengembangkan model pengaruh kebijakan pendanaan, *insider ownership* dan *firm size* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening.



Gambar 1
Model Penelitian

Dari latar belakang yang telah diuraikan diatas terdapat permasalahan mengenai apa saja yang mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga mengalami kenaikan atau penurunan. Permasalahan yang lainnya, berdasarkan penelitian terdahulu dalam hasil penelitian antara peneliti satu dengan lainnya masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Permasalahan-permasalahan tersebut menarik minat penulis untuk meneliti lebih lanjut mengenai Pengaruh Kebijakan Pendanaan, *Insider Ownership* dan *Firm Size* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening.

Lebih lanjut penelitian ini menggunakan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2010 - 2013. Alasan dilakukan penelitian ini yaitu masih terjadi inkonsistensi antara fenomena empiris dengan teori yang ada serta inkonsistensi hasil penelitian tentang pengaruh Kebijakan Pendanaan

METODE PENELITIAN

Populasi yang digunakan adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2010-2013. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria perusahaan yang di jadikan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: 1.)Perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan pengklasifikasian ICMD (*Indonesian capital market directory*) tahun 2010 sampai dengan 2013. 2). Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan selama empat tahun berturut-turut yaitu tahun 2010 sampai dengan 2013. 3). Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen selama empat tahun berturut-turut yaitu tahun 2010 sampai dengan 2013.

Berdasarkan kriteria penarikan sampel di atas maka di peroleh 36 perusahaan yang di jadikan sampel dalam penelitian ini. Pengumpulan data yang dilakukan adalah

dengan mengambil data sekunder yang berasal dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur. Data sekunder berupa data rasio keuangan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dan www.idx.co.id. Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda

masing variabel. Uji-t ini dilakukan untuk mengetahui seberapa jauh pengaruh satu variabel bebas terhadap variabel terikat.

Uji Kelayakan Model Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Insider ownership dan Firm size terhadap Kebijakan Dividen.

Uji kelayakan model dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel

Tabel 1

HASIL UJI ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,503	3	,168	3,998	,010 ^b
	Residual	4,236	101	,042		
	Total	4,739	104			

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), SIZE, INSIDER OWNERSHIP, DER

Ket.

- Y₁ = kebijakan dividen
- X₁ = kebijakan pendanaan (DER)
- X₂ = insider ownership
- X₃ = firm size

Tabel 2
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients Beta	Standardized Coefficients Std. Error	t	
			Beta	VIF
1	(Constant)	-,322	,237	
	DER	-,032	,015	-,211
	INSIDER OWNERSHIP	,401	,153	,249
	SIZE	,026	,013	,207

a. Dependent Variable: DPR

Ket.

- Y₁ = kebijakan dividen
- X₁ = kebijakan pendanaan (DER)
- X₂ = insider ownership
- X₃ = firm size

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan perhitungan melalui analisis dengan menggunakan SPSS Versi 21, diperoleh hasil uji hipotesis sebagai berikut :

Uji Regresi Berganda Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Insider ownership dan Firm size terhadap Kebijakan Dividen

Uji Regresi Berganda (Uji-t) digunakan untuk melakukan pengujian hipotesis penelitian secara parsial atau masing-

yang diteliti dalam penelitian ini memiliki tingkat kelayakan yang tinggi untuk dapat menjelaskan fenomena yang dianalisis. Pengujian kelayakan model dilakukan dengan menggunakan Uji F. **Koefisien Determinasi Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Insider ownership dan Firm size terhadap Kebijakan Dividen**

Analisis terhadap nilai koefisien determinasi dilakukan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan variabel

independen dalam menjelaskan variasi yang terjadi dalam variabel dependen.

Uji Regresi Berganda Pengaruh Kebijakan Pendanaan, *Insider ownership*, Firm size

Uji Kelayakan Model Pengaruh Kebijakan Pendanaan, *Insider ownership*, Firm size dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 3

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,326 ^a	,106	,080	,20478834	2,060

a. Predictors: (Constant), SIZE, *INSIDER OWNERSHIP*, DER

b. Dependent Variable: DPR

Tabel 4
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-2,321	1,721		-1,349	,181	
	DER	-,480	,123		-3,888	,000	,859
	<i>INSIDER OWNERSHIP</i>	2,272	1,042		,193	,032	,998
	SIZE	,214	,105		,196	,044	,842
	DPR	1,527	,715		,192	,035	,966

a. Dependent Variable: PBV

Tabel 5

HASIL UJI ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	75,094	4	18,773	6,884
	Residual	272,725	100	2,727	
	Total	347,819	104		

a. Dependent Variable: PBV

b. Predictors: (Constant), DPR, DER, *INSIDER OWNERSHIP*, SIZE

Tabel 6
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,465 ^a	,216	,185	1,65143940	1,605

a. Predictors: (Constant), DPR, DER, *INSIDER OWNERSHIP*, SIZE

b. Dependent Variable: PBV

dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

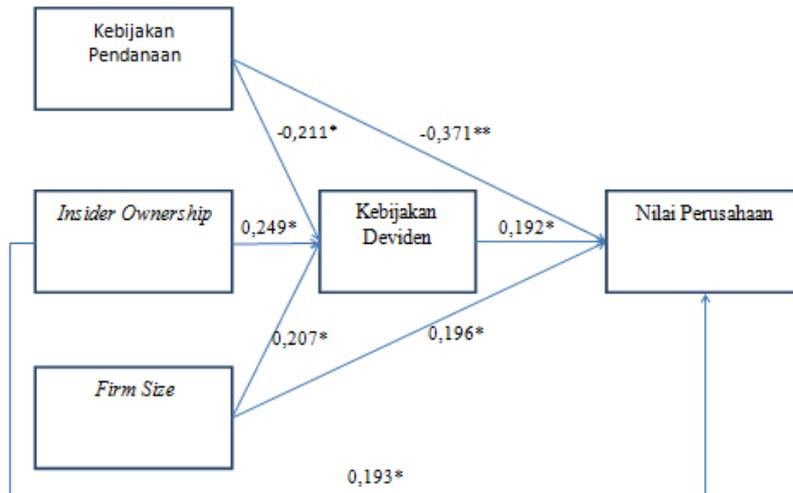
Uji Regresi Berganda (Uji-t) digunakan untuk melakukan pengujian hipotesis penelitian secara parsial atau masing-masing variabel. Uji-t ini dilakukan untuk mengetahui seberapa jauh pengaruh satu variabel bebas terhadap variabel terikat.

Uji kelayakan model dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel yang diteliti dalam penelitian ini memiliki tingkat kelayakan yang tinggi untuk dapat menjelaskan fenomena yang dianalisis. Pengujian kelayakan model dilakukan dengan menggunakan Uji F.

Koefisien Determinasi Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Insider ownership, Firm sizedan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Analisis terhadap nilai koefisien determinasi dilakukan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi yang terjadi dalam variabel dependen.

perusahaan yang mempunyai hutang yang lebih sedikit. Untuk meningkatkan pembayaran dividen kepada para investor maka perusahaan harus mengurangi pemenuhan pendanaannya yang berasal dari hutang. Penelitian ini mendukung penelitian Pujiastuti (2008), Shubiri (2011) dan Al Najjar (2012) yang menemukan bahwa variabel hutang memiliki pengaruh



Gambar 2.
Uji Variabel Intervening

HASIL DAN PEMBAHASAN

Kebijakan Pendanaan (X_1) berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Dividen (Y_1)

Berdasarkan hasil penelitian dan uji hipotesis diatas menunjukkan bahwa hutang yang semakin besar akan menyebabkan beban perusahaan menjadi besar pula karena beban bunga hutang yang harus ditanggung. Semakin besar hutang akan menyebabkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen akan semakin kecil karena keuntungan perusahaan berkurang dengan adanya biaya bunga dan hutang perusahaan. Perusahaan yang memiliki rasio hutang lebih besar akan membagikan dividen lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban, atau dapat dikatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki hutang yang besar kurang mampu membayar dividen yang tinggi dibandingkan dengan

negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Insider Ownership(X_2) berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen (Y_1)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *insider ownership* yang semakin besar akan menyebabkan pemegang saham memperoleh keuntungan dari dividen yang diterima semakin besar pula. Hal ini menunjukkan bahwa *insider ownership* merupakan determinan penting dalam kebijakan dividen suatu perusahaan, karena *insider ownership* yang dalam hal ini adalah manajer dan komisaris dan sebagai pemilik perusahaan adalah sama, maka dapat dikatakan memiliki preferensi dan kepentingan yang sama. Biasanya manajer lebih senang menggunakan dananya untuk kepentingan ekspansi perusahaan daripada membayarkan dalam bentuk dividen. Namun jika *insider* (prosentase kepemilikan)

semakin besar akan menyebabkan dividen yang dibayarkan juga dalam jumlah besar. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Kapoor (2006) yang menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. *Insider ownership* berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena *insider ownership* yang besar akan membuat stockholder sejalan dengan manajer. Semakin besar *insider ownership* akan menyejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham.

Firm Size (X_3) berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen (Y_1)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan ukuran perusahaan yang besar akan membagikan dividen kepada para pemegang saham dalam jumlah yang besar pula. Karena suatu perusahaan yang besar juga identik dengan aset yang besar pula. Semakin besar aset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Kemudahan akses ke pasar modal dan aset yang besar akan memberikan fleksibilitas dan kemampuan perusahaan memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan besar mempunyai kesempatan untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar, hal ini akan meningkatkan besarnya dividen yang dibayarkan. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah perusahaan besar yang cenderung membagikan dividen untuk mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham. Jadi variabel ukuran perusahaan (*firm size*) penting dalam mengendalikan kebijakan dividen. Penelitian ini mendukung penelitian Subhiri (2011) dan Al Najjar (2012) serta hasil penelitian Mehta (2012) yang menemukan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen.

Kebijakan Pendanaan (X_4) berpengaruh negatif signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y_2)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa proporsi hutang yang semakin besar akan menyebabkan beban perusahaan menjadi besar pula karena beban bunga dan cicilan hutang yang harus dibayarkan, sehingga akan mengurangi nilai perusahaan. Meskipun dengan adanya hutang, perusahaan akan mendapatkan penghematan pajak, akan tetapi penggunaan utang yang terlalu besar juga akan menyebabkan perusahaan makin terbebani pembayaran biaya bunga sehingga akan menimbulkan resiko kebangkrutan yang semakin tinggi, sehingga akhirnya pertumbuhan perusahaan akan terhambat. Hasil Penelitian ini mendukung teori struktur modal yang menyatakan bahwa jumlah hutang yang semakin meningkat akan menurunkan nilai perusahaan dan mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menyimpulkan bahwa kebijakan pendanaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Insider Ownership (X_2) berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y_2)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *insider ownership* maka semakin kuat tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak internal terhadap perusahaan sehingga *agency cost* yang terjadi di dalam perusahaan semakin berkurang dan nilai perusahaan akan semakin meningkat. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat pula. Hasil ini mendukung teori *agency cost* yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial merupakan mekanisme yang efektif untuk mengatasi konflik keagenan yang terjadi akibat perbedaan kepentingan antara manajer dan pemilik. Tinggi

rendahnya *insider ownership* berimplikasi pada nilai perusahaan. Equitas yang dipegang *insider ownership* dapat bertindak sebagai signal nilai perusahaan, hal ini dapat dilihat dari penilaian terhadap pembelian kembali saham yang telah dijual, investor memandang proporsi pemegang saham *insider* sebagai informasi penting, dimana *insider ownership* yang lebih besar akan memperoleh respon investor yang lebih menguntungkan daripada perusahaan dengan *insider ownership* lebih rendah. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian dari Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) serta penelitian Eva Nuraina (2012) yang membuktikan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Firm Size (X_3) berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y_2)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar perusahaan, maka semakin tinggi nilai perusahaan. Dimana makin besar ukuran perusahaan menyebabkan makin tingginya keyakinan investor akan kemampuan perusahaan dalam memberikan tingkat pengembalian investasi. Perusahaan perlu mempertimbangkan size yang tercermin dari total asetnya dalam meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan-perusahaan besar cenderung memberikan hasil operasi yang lebih besar sehingga memiliki kemampuan yang lebih besar pula untuk memberikan imbal balik yang lebih menguntungkan dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil. Semakin besar perusahaan maka ada kecenderungan lebih banyak investor yang menaruh perhatian pada perusahaan tersebut. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang besar cenderung memiliki kondisi yang stabil. Kestabilan tersebut menarik investor untuk memiliki saham perusahaan tersebut. Kondisi tersebut menjadi penyebab naiknya harga saham perusahaan, kenaikan tersebut menunjukkan bahwa perusahaan memiliki 'nilai' yang lebih besar. Hasil penelitian ini

tidak berbeda dengan penelitian-penelitian terdahulu yang dilakukan oleh *Patrick Bauer* (2004) dan *Sri Sofyaningsih* (2011) bahwa perusahaan besar yang sudah mapan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal sehingga kemampuannya untuk memperoleh dana juga lebih besar. Adanya pengaruh positif mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan besar cenderung memberikan hasil operasi yang lebih besar sehingga memiliki kemampuan yang lebih besar pula untuk memberikan imbal balik investasi yang lebih menguntungkan dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil. Sehingga semakin besar *firm size* maka semakin tinggi nilai perusahaan.

Kebijakan Dividen (Y_1) berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y_2)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen dilihat sebagai signal bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik, sehingga investor akan tertarik membeli saham dan nilai perusahaan akan meningkat. Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang sangat penting bagi manajer keuangan karena melibatkan dua pihak yaitu pemegang saham dan perusahaan yang dapat mempunyai kepentingan berbeda. Dividen diartikan sebagai pembayaran kepada pemegang saham oleh perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya baik dalam bentuk uang kas atau yang lain misalnya dividen saham (*stock dividends*) dan dividen ekstra (*ekstra dividends*). Kebijakan dividen adalah kebijakan, stabilitas dividen dan pertumbuhan dividen. Apabila dividen akan dibayarkan semua, kepentingan cadangan akan terabaikan, sebaliknya, apabila laba akan ditahan semua tanpa ada pembagian dividen, kepentingan pemegang saham akan uang kas terabaikan. Untuk menjaga kedua kepentingan, manajer keuangan dapat menempuh keputusan pembayaran dividen yang optimal, yang mempertimbangkan maksimalisasi harga saham saat ini dan akan datang. Untuk

membayar dividen perlu dibuat suatu rencana pembayarannya, karena akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil-hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Eldomyaty dan Ibrahim (2012), Mokhamat Ansori dan Denica (2010) serta Thimoty dan Ochuodho (2010) yang menunjukkan pengaruh signifikan positif antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Analisis Pengaruh Kebijakan Pendanaan (DER), Insider Ownership dan Firm Size terhadap Nilai Perusahaan (PBV) yang Dimediasi oleh Kebijakan Dividen (DPR)

Untuk membuktikan variabel kebijakan dividen sebagai variabel mediasi (intervening) maka dilakukan Uji Sobel (Sobel Test) dengan melihat perbandingan pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsungnya. Jika pengaruh langsung lebih besar dari pengaruh tidak langsung maka dipastikan bahwa kebijakan dividen bukan merupakan variabel mediasi (intervening).

Berdasarkan Uji Sobel (Sobel Test) dengan melihat pengaruh langsung dan tidak langsung berdasarkan nilai coefficient beta standardized pada pengaruh kebijakan pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening diperoleh hasil bahwa besarnya pengaruh langsung variabel kebijakan pendanaan terhadap nilai perusahaan lebih besar di bandingkan dengan pengaruh tidak langsung kebijakan pendanaan terhadap nilai perusahaan yang melalui variabel kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kebijakan Dividen tidak mampu memediasi pengaruh kebijakan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Uji Sobel (Sobel Test) dengan melihat pengaruh langsung dan tidak langsung berdasarkan nilai coefficient beta standardized pada pengaruh *insider ownership* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening diperoleh hasil bahwa besarnya pengaruh langsung variabel *insider*

ownership terhadap nilai perusahaan lebih besar di bandingkan dengan pengaruh tidak langsung *insider ownership* terhadap nilai perusahaan yang melalui variabel kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kebijakan Dividen tidak mampu memediasi pengaruh *insider ownership* terhadap nilai perusahaan. Uji Sobel (Sobel Test) dengan melihat pengaruh langsung dan tidak langsung berdasarkan nilai coefficient beta standardized pada pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening diperoleh hasil bahwa besarnya pengaruh langsung variabel *firm size* terhadap nilai perusahaan lebih besar di bandingkan dengan pengaruh tidak langsung *firm size* terhadap nilai perusahaan yang melalui variabel kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kebijakan Dividen tidak mampu memediasi pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dalam berinvestasi dengan harapan mendapatkan nilai perusahaan yang optimal dari para investor cenderung tidak melihat seberapa besar atau kecil dividen yang dibayarkan perusahaan tetapi lebih pada kebijakan pendanaan, *insider ownership* dan *firm size* serta faktor-faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil dan pengujian hipotesis dapat di tarik beberapa kesimpulan sebagai berikut. 1). Kebijakan Pendanaan berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Tingkat hutang yang tinggi dari suatu perusahaan menyebabkan berkurangnya dividen yang dibayarkan kepada investor. 2). *Insider Ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Semakin tinggi *Insider Ownership* yang di miliki oleh perusahaan maka akan semakin tinggi pula dividen

yang dibayarkan kepada investor. 3). *Firm Size* berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Semakin besar ukuran perusahaan akan semakin mampu meningkatkan dividen yang dibayarkan kepada investor. 4). Kebijakan Pendanaan berpengaruh negatif signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Tingkat hutang yang tinggi dari suatu perusahaan menyebabkan menurunnya nilai perusahaan di mata para investor. 5). *Insider Ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Semakin tinggi *Insider Ownership* yang dimiliki oleh perusahaan maka akan semakin tinggi pula nilai perusahaan bagi para investor. 6). *Firm Size* berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Semakin besar ukuran perusahaan akan semakin mampu meningkatkan nilai perusahaannya. 7). Kebijakan Dividen berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Bahwa pembayaran dividen yang besar dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena investor mendapatkan timbal balik investasinya dengan baik. 8). Kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) bukan merupakan variabel intervening, artinya peningkatan nilai perusahaantidak harus melalui Kebijakan Dividen.

Implikasi Manajerial

Perusahaan harus lebih memperhatikan kebijakan pendanaan, *insider ownership* dan *firm size* karena ketiga variabel ini memiliki pengaruh langsung dalam meningkatkan nilai perusahaan. Dalam kaitannya dengan kebijakan pendanaan, perusahaan harus memperhatikan keseimbangan dalam cara pemenuhan kebutuhan dana yang mereka butuhkan, sebaiknya perusahaan dalam menentukan struktur modalnya tidak terlalu banyak dibiayai dengan hutang. Meskipun

dengan adanya hutang, perusahaan mendapatkan penghematan atas pajak, akan tetapi penggunaan hutang yang terlalu besar juga akan menyebabkan perusahaan semakin terbebani dalam pembayaran beban bunga sehingga akan menimbulkan resiko kebangkrutan yang semakin tinggi. Se jauh manfaat lebih besar, tambahan hutang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperbolehkan. Perusahaan dengan *Insider ownership* yang tinggi memiliki kecenderungan nilai pasar saham yang lebih tinggi, yang membuktikan bahwa *agency conflict* bisa diatasi dengan memasukkan manajer dalam struktur kepemilikan saham, sehingga hal ini dapat meningkatkan nilai perusahaan dimata investor. Perusahaan perlu mempertimbangkan *firm size* yang tercermin dari total asetnya dalam meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal. Kemudahan mengakses ke pasar modal berarti perusahaan memiliki kemampuan untuk mendapatkan dana. Karena kemudahan aksesibilitas ke pasar modal cukup berarti fleksibilitas dan kemampuannya untuk memunculkan dana lebih besar. Dengan kemudahan tersebut ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif dan prospek yang baik.

Keterbatasan Penelitian

Nilai koefisien Determinasi yang dihasilkan pada pengujian kebijakan pendanaan, *insider ownership* dan *firm size* terhadap kebijakan dividen adalah 0,080 atau 8% artinya masih ada sekitar 92 % variasi dalam kebijakan dividen dijelaskan oleh variabel lain di luar model, sedangkan nilai Koefisien Determinasi yang dihasilkan pada pengujian kebijakan pendanaan, *insider ownership*, *firm size* dan kebijakan dividen terhadap adalah nilai perusahaan adalah sebesar 0,185 atau 18,5% artinya masih ada sekitar 81,5 % variasi dalam nilai perusahaan dijelaskan oleh variabel

lain di luar model. Hasil yang diperoleh pada penelitian ini masih jauh dari cukup, sehingga hal ini menunjukkan bahwa masih terdapat variabel lain yang belum diteliti dalam penelitian ini.

Mengacu pada keterbatasan yang

ditemukan dalam penelitian ini maka pada penelitian yang akan datang perlu dicari variabel lain yang lebih tepat digunakan sebagai variabel intervening dalam memediasi faktor-faktor yang memperkuat pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Al Najjar, B. (2012), "Dividends behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data." university of the west england.
- Ang, R. (1997). Buku Pintar Pasar Modal Indonesia. Jakarta, Mediasoft Indonesia.
- Ansori, M. and D. HN (2010), "Pengaruh Keputusan Investasi Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index Studi pada Bursa Efek Indonesia (BEI)." Analisis Manajemen Vo. 4 No 2 Juli 2010: 153 - 175.
- Atmaja, L. S. (2008), Manajemen Keuangan Edisi 2. Yogyakarta, Andi Offset.
- Bambang Riyanto. (2008), Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan. Yogyakarta, BPFE Yogyakarta.
- Brigham, E. F. and M. C. Ehrhardt (2010), Financial Management: Theory and Practice. new york, Cengage learning.
- _____ and L. C. Gapensi (1996), Intermediate Financial Management. Florida, The Dryden Press.
- _____ and J. F. Houston (2001), Manajemen Keuangan. Jakarta, Erlangga.
- _____ and J. F. Weston (1990), Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Jakarta, Erlangga.
- Dewi, A. S. M. and A. Wirajaya (2013), "Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan pada Nilai Perusahaan," *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 4.2 (2013): 358-372.
- Eko, E. and Hidayati (2010), Analisis Pengaruh DER, DPR, ROE, SIZE terhadap PBV Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEI Periode 2005-2007. *Tesis Program Paska Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro*, UNDIP.
- Eldomyaty and t. Ibrahim (2012). "Market Risk Adjusted Dividend Policy and Price to Book Ratio." British University of Egypt (Faculty of Business Administration, Economis and political science): 1 - 40.
- Ghozali, I. (2011), Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19. Semarang, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Horne, J. C. V. and W. Jr (1998), Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan. Jakarta, Salemba Empat.
- Husnan, S. (1998), Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang). Yogyakarta, BPFE.
- Indriantoro, N. and Supomo (2002), Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen. Yogyakarta, BPFE.
- Kapoor, s. (2006), Impact of Dividend Policy and shareholders value : a study of Indian firms. Jaypee Institute of Information Technology University, Noida. India: 1 - 39.
- Kuncoro, M. (2009). Metode Riset Untuk Bisnis dan Ekonomi Bagaimana Meneliti dan Menulis Tesis. Jakarta, Erlangga.
- Martono and D. A. Harjito (2007), Manajemen Keuangan. Yogyakarta, Ekonisia.

- Mehta, A. (2012), "An empirical analysis of determinants of dividend policy evidenced from the UAE companies." *Global Review of Accounting and Finance*.
- Murekefu, T. M. a. a. and O. P. Ouma (2012), "The relationship between dividend payout and firm performance: a study of listed companies in Kenya." *European Scientific Journal* May Edition Vol 8 No 9: 199 - 215.
- Murwaningsari, E. (2009), "Hubungan corporate governance, corporate social responsibilities and corporate financial performance dalam satu continuum." *Jurnal Akuntansi dan keuangan* Vol 11 No 1.: 30 - 41.
- Norhayati, M., W. S. Hui, et al. (2012), "Empirical Analysis of Determinants of Dividend Payment: Profitability and Liquidity." *Accounting Research Insitutut*.
- Pujiastuti, T. (2008), "Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang Go Public di Indonesia." *Jurnal Keuangan dan Perbankan* Vol. 12 No. 2: 183 - 197.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield, et al. (2009), *Pengantar Keuangan Perusahaan* Jakarta, Salemba Empat.
- Sartono, A. (2001), *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta, BPF.
- Shubiri, D. F. N. A.-. (2011), "Determinants of changes Dividend Behaviour Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange." *Far East Journal of Marketing and Management* Vol. 2 No. 2 Aug 2012: 1 - 13.
- Sofyaningsih and P. Hardiningsih (2011), "Ownership Structure, Dividend Policy and Debt Policy and Firm Value." *Dinamika Keuangan dan Perbankan* Vol. 3 No. 1 Mei 2011: 68 - 87.
- Sujoko and U. Soebiantoro (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 Management dan kewirausahaan* Vol. 9 No. 1.: 41 - 48.
- Sunariyah (2006), *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta, UPP AMP YKPN.
- Suwaldiman and A. Aziz (2006), "Pengaruh Insider Ownership dan Risiko Pasar terhadap Kebijakan Dividen." *Kajian Bisnis dan Manajemen* Vol 8 No 1: 53 - 64.
- Weston, F. J. and T. E. Copland (1997), *Manajemen Keuangan*. Jakarta, Bina Rupa Aksara.