
PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2013-2017

Abdul Hadi Sirat¹, Muhsin N. Bailusy², Dian Kurnia³

Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Khairun

Email: abdulhadisirat@yahoo.com

Abstract

Received: 07 Juni 2019

Reviewed: 16 Agustus 2019

Accepted: 11 Oktober 2019

Published: 26 November 2019

This study aims to determine the effect of capital structure and institutional ownership on firm value with dividend policy as an intervening variable. In manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange with a sample of 39 companies. The analytical method used is path analysis. The observation period for 5 years and the research data are secondary data obtained from www.idx.co.id.

The results showed that the direct effect of capital structure variables (DER) had a negative and significant effect on firm value, institutional ownership variables (INST) had a negative and significant effect on firm value, dividend policy (DPR) had a positive but not significant effect on firm value. While the indirect effect of capital structure (DER) on firm value (INST) through dividend policy (DPR) is that dividend policy cannot mediate the effect of capital structure on firm value and indirect influence of institutional ownership (INST) on firm value (INST) through dividend policy (DPR) is that dividend policy cannot mediate the effect of institutional ownership (INST) on firm value (INST)

Keywords: *Capital Structure, Institutional Ownership, Dividend Policy, Company Value and Path Analysis.*

PENDAHULUAN

Kondisi perekonomian saat ini telah menciptakan suatu persaingan yang ketat antara perusahaan. Persaingan membuat setiap perusahaan semakin meningkatkan kinerjanya agar tujuan perusahaan dapat tercapai. Pada umumnya perusahaan memiliki dua tujuan, pertama untuk memperoleh laba dan kedua untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Aditya, (2016). Suatu perusahaan dengan nilai perusahaan yang tinggi dapat dipandang oleh investor sebagai perusahaan yang baik karena dapat menggambarkan kinerja perusahaan yang baik. Hal ini akan membantu perusahaan dalam menarik para investor untuk menanamkan modalnya. Calon investor juga dapat dengan mudah mengetahui kondisi suatu perusahaan dengan melihat gambaran yang ditunjukkan oleh harga sahamnya. Dengan bertambahnya harga saham perusahaan maka nilai dari perusahaan tersebut juga akan ikut bertambah. (Wahyudi *et al*, 2016).

Nugroho, (2014). Nilai perusahaan adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli (*investor*) seandainya pada suatu saat perusahaan tersebut dijual. Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga yang diperjual belikan dibursa merupakan indikator nilai perusahaan. Harga saham dalam perusahaan dapat dijadikan sebagai pengukur nilai perusahaan

karena harga saham pasar dapat memberikan nilai kemakmuran atau keuntungan bagi pemegang saham secara maksimum jika harga saham meningkat. Semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi keuntungan pemegang saham sehingga keadaan ini akan diminati oleh investor karena dengan permintaan saham yang meningkat mengakibatkan nilai perusahaan secara otomatis juga akan meningkat. Semakin tinggi nilai perusahaan maka semakin besar kemakmuran yang diterima oleh pemilik perusahaan.

Struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan modal sendiri dengan modal asing, dimana modal sendiri berupa laba ditahan dan kepemilikan saham, sedangkan modal asing berupa hutang. Sampai saat ini, struktur modal merupakan masalah bagi perusahaan karena pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan membutuhkan manajer keuangan untuk menciptakan struktur modal optimal yang dapat menyeimbangkan penggunaan utang dengan modal sendiri. Hamidy, (2015). Besar kecilnya perusahaan (ukuran perusahaan) sangat berpengaruh terhadap struktur modal terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar memiliki kebutuhan dana yang besar untuk membiayai aktivitas perusahaan atau operasi perusahaan dan salah satu alternatif pemenuhan kebutuhan modal dengan menggunakan utang. Septiani, (2017). Pihak manajemen perusahaan seringkali mempunyai tujuan dan kepentingan lain yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan dan sering mengabaikan kepentingan pemegang saham. Masalah tersebut terjadi karena manager mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi dari manager karena akan menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan berpengaruh terhadap harga saham sehingga menurunkan nilai perusahaan (Jensen dan Mecklin, 1976 dalam Nugroho 2014).

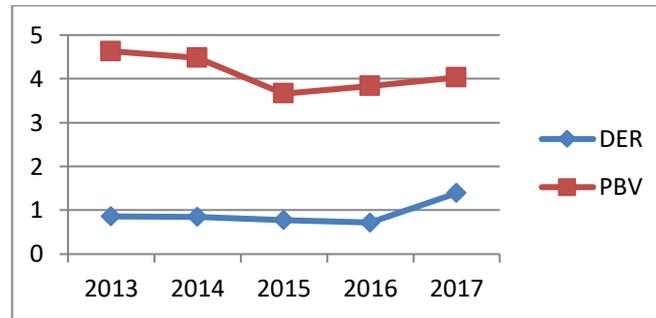
Salah satu faktor yang juga mempengaruhi nilai perusahaan adalah Kepemilikan *institusional*, dengan memanfaatkan informasi, serta dapat mengatasi konflik keagenan karena dengan meningkatnya kepemilikan *institusional* maka segala aktivitas perusahaan akan diawasi oleh pihak institusi atau lembaga. Investor *institusional* dianggap sebagai pihak yang efektif dalam melakukan pengawasan setiap tindakan yang dilakukan oleh manager. Investor *institusional* diharapkan mengambil bagian dalam setiap aktivitas internal perusahaan sehingga mampu mengawasi setiap tindakan *oportunistik* manager. Rachman, (2012). Pemegang saham memiliki pengaruh yang kuat pada setiap perilaku manager, dimana jumlah pemegang saham yang besar mampu mengurangi dan mencegah tindakan *oportunistik* manager.

Tingginya jumlah kepemilikan *institusional* akan meningkatkan sistem kontrol perusahaan yang ditunjukkan guna meminimalisasi tingkat kecurangan akibat tindakan *oportunistik* pihak manager yang nantinya dapat mengurangi nilai perusahaan. Peningkatan jumlah kepemilikan *institusional* ini juga ditunjukkan agar setiap aktivitas yang dilakukan diarahkan pada pencapaian nilai perusahaan yang tinggi. Haruman, (2008). Untuk menentukan nilai perusahaan dan prospek perusahaan di masa yang akan datang tak terlepas dari kebijakan dividen.

Perlunya kebijakan dividen adalah untuk menentukan nilai perusahaan dan prospek perusahaan dimasa mendatang, namun kebijakan dividen sering menimbulkan konflik diantara pihak-pihak yang berkaitan di dalam perusahaan yaitu pemegang saham sebagai pemilik perusahaan, manajemen perusahaan, dan kreditur. Konflik timbul pada saat penggunaan *leverage* (hutang) dalam struktur modal sebuah perusahaan. Pemegang saham menghendaki penggunaan *leverage* yang tinggi pada struktur modal di dalam perusahaan, tetapi manajemen perusahaan dan kreditur menghendaki penggunaan tingkat *leverage* yang rendah dalam struktur modal perusahaan. Tujuan penggunaan *leverage* yang rendah oleh manajemen perusahaan adalah untuk menjaga tingkat kesejahteraannya di dalam perusahaan.

Kebijakan dividen dipengaruhi oleh (1) peluang investasi, (2) campuran struktur modal, dan (3) tersedianya dana internal. Keown, *et all* (2010:208). Kebijakan dividen tergantung pada ketersediaan laba di dalam perusahaan dan juga Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang dilakukan oleh para investor sedikit sehingga kecil kemungkinan pembayaran dividen dilakukan. Kebijakan dividen dapat diukur menggunakan variabel dari kebijakan dividen. Variabel Kebijakan dari kebijakan dividen meliputi rasio pembayaran dividen berupa *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebagai rasio pembayaran dividen. *Dividend Yield* (DY) sebagai rasio yang digunakan untuk mengetahui tingkat pengembalian atas saham yang dimiliki oleh pemegang saham. Adapun persentase nilai rata-rata dalam lima tahun terakhir dari struktur modal, kepemilikan institusional, nilai perusahaan dan kebijakan dividen adalah sebagai berikut:

Grafik 1.1 Rata-rata DER dan PBV Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI Tahun 2013-2017



Berdasarkan pada grafik 1.1 di atas, dapat dilihat bahwa pada tahun 2013 sampai 2015 rasio struktur modal perusahaan manufaktur mengalami penurunan diikuti dengan menurunnya nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan, investor akan beranggapan bahwa penggunaan hutang yang kecil menandakan bahwa perusahaan memiliki ekspektasi pertumbuhan perusahaan yang kecil dimasa yang akan datang sehingga pihak perusahaan memilih untuk menggunakan hutang untuk membiayai kegiatan operasional dengan porsi yang kecil. Hal tersebut akan membuat calon investor berpikir dua kali untuk membeli saham perusahaan. Kondisi tersebut akan berdampak pada menurunnya nilai perusahaan yang tercermin dari menurunnya harga saham. Sedangkan peningkatan terjadi pada rasio struktur modal diikuti dengan naiknya nilai perusahaan pada tahun 2017. Hal ini disebabkan karena pada saat rasio struktur modal mengalami kenaikan ini secara tidak langsung memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan memiliki kemampuan untuk membiayai pendanaan perusahaan dimasa yang akan datang sehingga akan berdampak baik pada nilai perusahaan.

Sejalan dengan hal itu, menurut *signalin theory* menurunnya penggunaan hutang oleh perusahaan akan memberikan sinyal kepada pasar tentang ketidakmampuan perusahaan untuk membayar hutang dimasa yang akan datang, kondisi tersebut akan direspon secara negatif oleh pasar yang tercermin dari menurunnya harga saham dengan nilai perusahaan. Sebaliknya, peningkatan hutang akan diartikan oleh pihak luar sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar hutang dimasa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah sehingga akan direspon secara positif oleh pasar. (Kohar 2017).

Sedangkan pada tahun 2016, rasio struktur modal kembali mengalami penurunan. Namun berbeda dari tahun sebelumnya, pada tahun 2016 nilai perusahaan justru mengalami peningkatan. Ini berarti bahwa penggunaan hutang yang rendah oleh perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan hal ini dikarenakan sifat investor yang pada dasarnya lebih cenderung untuk menjauhi risiko, yang dimana investor akan bereaksi negatif terhadap tingginya rasio struktur modal karena tingginya hutang merupakan beban yang akan ditanggung dari investasi mereka. Oleh karena itu perusahaan dengan hutang yang tinggi akan menimbulkan reaksi negatif dari investor. Sebaliknya, perusahaan dengan hutang yang rendah akan menimbulkan reaksi positif dari investor yang tercermin dari meningkatnya harga saham dan nilai perusahaan.

Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas maka rumusan masalah dari penelitian ini adalah:

1. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah kepemilikan *institutional* berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
3. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
4. Apakah kebijakan dividen mampu memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan?
5. Apakah kebijakan dividen mampu memediasi pengaruh kepemilikan *institutional* terhadap nilai perusahaan?

KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Penelitian Terdahulu

Penelitian yang dilakukan oleh Andi kohar (2017) yang meneliti tentang pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di bursa efek Indonesia tahun 2013-2015. Alat analisis yang dipakai adalah analisis regresi linier berganda. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan struktur modal yang diproksikan dengan DER (*Debt to Equity Ratio*) memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan PBV (*Price to Book Value*) hal ini dikarenakan penambahan hutang yang dilakukan oleh perusahaan untuk melakukan ekspansi usaha akan meningkatkan harga saham dari perusahaan tersebut, hal ini dijelaskan oleh *trade off theory* dimana manfaat dari peningkatan hutang masih lebih besar dari pengorbanan yang dikeluarkan sehingga secara langsung manfaat penggunaan hutang tersebut meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Riski mangondu (2016) yang meneliti tentang pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dan kinerja perusahaan pada perusahaan perbankan yang terdaftar di bursa efek Indonesia. Alat analisis yang dipakai dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal yang di proksikan dengan DER (*Debt to Equity Ratio*) memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang di proksikan dengan PBV (*Price to Book Value*). Hal ini dikarenakan komposisi total hutang jangka panjang perusahaan lebih besar dari pada total modal sendiri, maka akan berdampak pada besarnya beban yang akan didapat oleh perusahaan. Ini dikarenakan pinjaman besar yang dilakukan oleh perusahaan akan disertai dengan besarnya pembayaran bunga hutang kepada pemberi hutang. Beban yang didapat dari bunga hutang tersebut akan menurunkan keuntungan perusahaan, sehingga nilai dari perusahaan tersebut dimata para investor akan menurun.

Penelitian yang dilakukan oleh Alfiarti rahma (2014) yang meneliti tentang pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. Alat analisis yang dipakai adalah analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional yang diproksikan dengan INST berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan PBV (*Price to Book Value*). Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar jumlah kepemilikan institusional justru akan menurunkan *price to book value*. Sesuai dengan *the strategic alignment hypothesis* yang menyatakan bahwa investor institusional dengan kepemilikan saham mayoritas lebih cenderung berpihak dan bekerjasama dengan pihak manajemen untuk mendahulukan kepentingan pribadinya daripada kepentingan pemegang saham minoritas. Hal ini merupakan sinyal negatif bagi pihak luar karena strategi aliansi investor institusional dengan pihak manajemen cenderung mengambil kebijakan perusahaan yang tidak optimal. Tindakan ini merugikan operasional perusahaan. Dampaknya, investor tidak akan tertarik untuk menanamkan modalnya, volume perdagangan saham menurun, harga saham perusahaan dan nilai perusahaan juga akan menurun.

Penelitian yang dilakukan oleh Elva nuraina (2012). Meneliti tentang pengaruh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang sedangkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. (studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek indonesia).

Penelitian yang dilakukan oleh Eka Septiani (2017), meneliti tentang Pengaruh Struktur Modal Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening. Alat analisis yang dipakai dalam penelitian ini adalah *path analysis* atau analisis jalur. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada model regresi yang pertama, struktur modal secara langsung berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, namun profitabilitas secara langsung tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Analisis pada model regresi kedua bahwa struktur modal dan kebijakan dividen secara langsung tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan profitabilitas secara langsung berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian hipotesis keenam dan ketujuh diperoleh hasil bahwa kebijakan dividen tidak mampu memediasi pengaruh struktur modal dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan (studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2012-2014).

Penelitian yang dilakukan oleh Dinda aditya (2016). Meneliti tentang pengaruh profitabilitas dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel

intervening pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia 2010-2014. Dengan regresi berganda sebagai alat analisis. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, profitabilitas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening dan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening.

Landasan Teori

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori Sinyal adalah tindakan perusahaan dalam memberi sinyal kepada investor tentang bagaimana manajemen memandang perusahaan. Teori sinyal membahas bagaimana seharusnya sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan manajemen (*agen*) disampaikan kepada pemilik (*principal*). Dorongan dalam memberikan sinyal timbul karena adanya informasi asimetris antara perusahaan (manajemen) dengan pihak luar, dimana investor mengetahui informasi internal perusahaan yang relatif lebih sedikit dan lebih lambat dibandingkan pihak manajemen. (Sudana, 2011).

Perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak eksternal perusahaan. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi adalah karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dengan pihak eksternal. Pihak eksternal kemudian menilai perusahaan sebagai fungsi dari mekanisme *signalling* yang berbeda-beda. Kurangnya informasi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri mereka dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan, dan kemungkinan lain pihak eksternal yang tidak memiliki informasi akan berpersepsi sama tentang nilai semua perusahaan. Pandangan seperti ini akan merugikan perusahaan yang memiliki kondisi yang lebih baik karena pihak eksternal akan menilai perusahaan lebih rendah dari yang seharusnya dan demikian juga sebaliknya.

Teori keagenan (*Agency Theory*)

Jensen and Mecking (1976) pertama kali mencetuskan teori keagenan pada tahun 1951. Jensen and Mecking (1976) dalam Wiyarsi (2012) menyatakan bahwa teori keagenan menyangkut hubungan kontraktual antara dua pihak yaitu *principal* dan *agen*, dimana pemilik perusahaan atau investor menunjuk *agen* sebagai manajemen yang mengelola perusahaan atas nama pemilik. Pemegang saham yang merupakan *principal* mendelegasikan pengambilan keputusan bisnis kepada manajer yang merupakan perwakilan atau *agen* dari pemegang saham. Permasalahan yang muncul sebagai akibat sistem kepemilikan perusahaan seperti ini bahwa *agen* tidak selalu membuat keputusan-keputusan yang bertujuan untuk memenuhi kepentingan terbaik *principal*.

Salah satu asumsi utama dari teori keagenan bahwa tujuan *principal* dan tujuan *agen* yang berbeda dapat memunculkan konflik karena manajer perusahaan cenderung untuk mengejar tujuan pribadi, hal ini dapat mengakibatkan kecenderungan manajer untuk memfokuskan pada proyek dan investasi perusahaan yang menghasilkan laba yang tinggi dalam jangka pendek daripada memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melalui investasi di proyek-proyek yang menguntungkan jangka panjang.

Nilai Perusahaan

Nilai merupakan sesuatu yang diinginkan apabila nilai bersifat positif dalam arti menguntungkan atau menyenangkan dan memudahkan pihak yang memperolehnya untuk memenuhi kepentingan-kepentingannya yang berkaitan dengan nilai tersebut. Sebaliknya, nilai merupakan sesuatu yang tidak diinginkan apabila nilai tersebut bersifat negatif dalam arti merugikan atau menyulitkan pihak yang memperolehnya untuk mempengaruhi kepentingan pihak tersebut sehingga nilai tersebut di jauhi. Wijaya *et al*, (2010). Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif dari investasi kepada manajer tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi.

Struktur Modal

Struktur modal (*capital structure*) berkaitan dengan pembelanjaan jangka panjang suatu perusahaan yang diukur dengan perbandingan utang jangka panjang dengan modal sendiri. Teori struktur modal menjelaskan apakah kebijakan pembelanjaan jangka panjang dapat memengaruhi nilai perusahaan, biaya modal perusahaan dan harga pasar saham perusahaan. Jika kebijakan pembelanjaan perusahaan dapat memengaruhi ketiga faktor tersebut, bagaimana kombinasi utang jangka panjang dan modal sendiri yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Atau meminimumkan biaya modal perusahaan atau memaksimalkan harga pasar saham perusahaan. Harga pasar saham mencerminkan nilai perusahaan, dengan demikian jika nilai suatu perusahaan meningkat, maka harga pasar saham perusahaan tersebut juga akan naik.

Teori Trade-Off (*Trade-Off Theory*)

Setiap perusahaan memiliki kewajiban untuk mengetahui target struktur modalnya, yaitu dengan menyeimbangkan biaya dan keuntungan marjinal dari pendanaan. *Trade off theory* adalah teori struktur modal yang menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan utang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan. Brigham dan Houston, 2011 dalam Kirman, (2015). Dari model ini dapat dinyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan.

Untuk memperkuat struktur modal suatu perusahaan, dapat dilihat melalui pemilihan sumber pendanaan sesuai dengan aktivitasnya. Membiayai aktivitas jangka pendek akan lebih baik dari sumber pengeluaran jangka pendek. Sedangkan untuk membiayai jangka panjang lebih baik dari pengeluaran jangka panjang. *Trade off theory* berasumsi bahwa adanya manfaat pajak akibat penggunaan utang, sehingga perusahaan akan menggunakan utang sampai tingkat tertentu untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Esensi *trade off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan utang. Sejauh manfaat lebih besar, tambahan utang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan utang sudah lebih besar, maka tambahan utang sudah tidak diperbolehkan. Penggunaan utang 100% sulit dijumpai dalam praktik dan hal tersebut ditentang oleh *trade off theory*. Kenyataannya, semakin banyak utang, semakin tinggi beban yang harus ditanggung perusahaan, seperti biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya.

Kepemilikan Institusional

Institusional merupakan sebuah lembaga yang memiliki kepentingan besar terhadap investasi yang dilakukan termasuk investasi saham. Sehingga biasanya institusi menyerahkan tanggungjawab pada divisi tertentu untuk mengelola investasi perusahaan tersebut. Karena institusi memantau secara profesional perkembangan investasinya maka tingkat pengendalian terhadap tindakan manajemen sangat tinggi sehingga potensi kecurangan ditekan. Investor institusi dapat dibedakan menjadi dua yaitu investor aktif dan investor pasif. Investor aktif ingin terlibat dalam pengambilan keputusan manajerial, sedangkan investor pasif tidak terlalu ingin terlibat dalam pengambilan keputusan manajerial. Keberadaan institusi inilah yang mampu menjadi alat monitoring efektif bagi perusahaan. Sehingga apabila saham institusional di suatu perusahaan meningkat, maka pengawasan terhadap kinerja manajemen juga akan meningkat, sehingga perusahaan akan lebih memperhatikan kepentingan dari pihak investor (Suhartanti dan Asyik, 2015).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menurut Van Horne, (2017:205), kebijakan dividen adalah bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah laba yang dapat ditahan dalam perusahaan sebagai sumber pendanaan. Tetapi dengan menahan laba saat ini dalam jumlah yang lebih besar dalam perusahaan juga berarti lebih sedikit uang yang akan tersedia bagi pembayaran dividen saat ini. Jadi, aspek utama dari kebijakan dividen perusahaan adalah menentukan alokasi laba yang tepat antara pembayaran dividen dengan penambahan laba ditahan perusahaan. Semakin besar dividen yang dibayarkan berarti semakin sedikit laba ditahan, sehingga mengakibatkan pertumbuhan perusahaan lambat. Sebaliknya semakin besar laba yang ditahan untuk pertumbuhan berarti laba yang dibagikan

sebagai dividen semakin kecil. Presentase pendapatan/laba yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai kas dividen disebut "*Dividend Payout Ratio*" (Warsini, 2003:243).

Dividend payout ratio (DPR) adalah perbandingan antara dividen yang dibayarkan dengan laba bersih yang didapatkan dan biasanya disajikan dalam bentuk persentase. Semakin tinggi *dividend payout ratio* (DPR) akan menguntungkan para investor tetapi dari pihak perusahaan akan memperlemah *internal financial* karena memperkecil laba ditahan. Tetapi sebaliknya *dividend payout ratio* semakin kecil akan merugikan para pemegang saham (investor) tetapi *internal financial* perusahaan semakin kuat. Basri dan Indriyo, (2012). Dalam penelitian ini digunakan *dividend payout ratio* sebagai indikator dari kebijakan dividen dikarenakan *dividend payout ratio* mencerminkan presentase dari setiap rupiah yang dihasilkan dibagikan kepada pemilik dalam bentuk tunai; dihitung dengan membagi dividen kas per saham dengan laba per saham. Dengan *dividend payout ratio* (DPR) ini dapat diketahui apakah dividen yang ada untuk investor atau pemegang saham cukup baik dibandingkan perusahaan lain yang ada dalam bidang usaha sejenis. Selain itu, *dividend payout ratio* yang memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Bird in the hand Theory

Teori *bird in the hand* adalah salah satu teori dalam kebijakan dividen, teori ini dikembangkan oleh Myron Gordon (1956) dan John Lintner (1962). Gordon dan Lintner menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen tunai daripada dijanjikan adanya imbal hasil atas investasi (*capital gain*) di masa yang akan datang, karena menerima dividen tunai merupakan bentuk dari kepastian yang berarti mengurangi risiko. Sudana, (2011:193).

Dalam teori ini menjelaskan bahwa investor menghendaki pembayaran dividen yang tinggi dari keuntungan perusahaan sesuai tujuan investor yaitu menanamkan sahamnya untuk mendapatkan dividen, investor tidak ingin berinvestasi di perusahaan jika penerimaan dividen dalam jangka waktu yang lama. Investor akan bersedia membayar harga yang lebih tinggi untuk perusahaan yang membayar dividen saat ini. Pembayaran dividen saat ini terjadi karena ada anggapan bahwa mendapat dividen saat ini risikonya lebih kecil daripada mendapat *capital gain* di masa yang akan datang meskipun *capital gain* di masa mendatang dapat memberikan pengembalian yang lebih tinggi daripada dividen saat ini, selain risiko juga adanya ketidakpastian tentang arus kas perusahaan dimasa depan. Teori ini juga berpendapat bahwa kas ditangan dalam bentuk dividen lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain atau dengan istilah "Para investor memandang satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara". Gordon dan Lintner juga menyatakan bahwa satu persen penurunan dalam pembayaran dividen harus diimbangi oleh lebih dari satu persen dari pertumbuhan tambahan.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Adanya struktur modal yang ditargetkan membantu perusahaan untuk selalu konsisten di dalam menentukan struktur modalnya. Jika pada kenyataannya rasio utang ternyata berada di bawah tingkat sasaran, ekspansi modal biasanya akan dilakukan dengan menerbitkan utang, sedangkan jika rasio utang berada di atas tingkat sasaran, biasanya ekuitas yang akan diterbitkan. Brigham & Houston:2006 dalam susanti, (2015). Di dalam perusahaan mengenai struktur modal selalu melibatkan *trade off* antara risiko dan tingkat pengembalian (*risk and return*).

Kebijakan struktur modal melibatkan adanya suatu pertukaran antara risiko dan pengembalian, yang artinya penggunaan lebih banyak utang akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh para pemegang saham. Namun, penggunaan utang yang lebih besar biasanya akan menyebabkan terjadinya ekspektasi tingkat pengembalian atas ekuitas yang lebih tinggi Brigham & Houston (2006) dalam Susanti (2015). Penambahan utang memperbesar risiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi akibat membesarnya utang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Risky mangondu (2016) yang meneliti tentang pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dan kinerja perusahaan, dimana struktur modal yang di proksikan dengan DER (*Debt to Equity Ratio*) memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang di proksikan dengan PBV (*Price to Book Value*). Hal ini dikarenakan komposisi total hutang jangka panjang perusahaan lebih besar dari pada total modal sendiri, maka akan berdampak pada besarnya beban yang akan didapat oleh perusahaan. Ini dikarenakan pinjaman besar yang

dilakukan oleh perusahaan akan disertai dengan besarnya pembayaran bunga hutang kepada pemberi hutang. Beban yang didapat dari bunga hutang tersebut akan menurunkan keuntungan perusahaan, sehingga nilai dari perusahaan tersebut dimata para investor akan menurun.

H1 : struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan *institusional* merupakan salah satu alat yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency conflic*. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka semakin kuat tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan sehingga *agency cost* yang terjadi di dalam perusahaan semakin berkurang dan nilai perusahaan juga dapat semakin meningkat Nuraina (2012). Dengan adanya konsentrasi kepemilikan, maka para pemegang saham besar seperti kepemilikan *institusional* akan dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif dan nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, pemilik *institusional* akan berusaha melakukan usaha-usaha positif guna meningkatkan nilai perusahaan miliknya.

Dalam *agency theory*, principal akan melakukan pengawasan terhadap kinerja manajemen perusahaan sehingga diharapkan kinerja jangka panjang perusahaan akan meningkat. Dengan adanya teori keagenan ini diharapkan dapat mengatasi atau mengurangi konflik keagenan antara pihak-pihak yang berkepentingan dalam kegiatan bisnis yang dapat berdampak merugikan perusahaan (Pradani:2018).

Penelitian yang dilakukan oleh Pratiwi *et all* (2016) yang meneliti tentang pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan *institusional* dan leverage terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional dapat meningkatkan nilai perusahaan apabila institusi tersebut dapat menjadi alat monitoring yang efektif yang mampu mengubah struktur pengelolaan perusahaan dan mampu meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Dengan adanya kepemilikan institusional, maka para pemegang saham dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan.

H2 : kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Salah satu tujuan investor adalah mendapatkan dividen. Artinya, banyak tidaknya dividen yang dibagi juga menjadi faktor penentu nilai perusahaan. Pada dasarnya, semua investor mencari keuntungan dalam investasinya. Ada 2 tipe investor, yaitu investor yang mencari keuntungan dengan *capital gain* dan investor yang mencari keuntungan dari pembagian laba. Dividen adalah sebagian keuntungan perusahaan yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham. Nilai perusahaan dapat dimaksimumkan dengan kebijakan dividen. Pada teori signal pembayaran dividen selalu diikuti dengan kenaikan harga saham. Sartono (2010:289). Apabila kenaikan pembayaran dividen meningkat merupakan sinyal bagi investor bahwa prospek perusahaan kedepannya semakin baik. Sehingga investor tertarik dan membeli saham perusahaan, kenaikan permintaan saham yang tinggi akan membuat harga saham juga tinggi. Sehingga harga saham yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Bird in hand theory berasumsi bahwa pembayaran dividen yang diberikan perusahaan lebih baik dari pada *capital gain* di masa yang akan datang. Sartono 2011 dalam Pradani (2018). Hal ini dikarenakan pembagian dividen yang tinggi lebih memberikan kepastian yang tinggi dibandingkan dengan *capital gain*. Investor yang menganut teori ini beranggapan bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan lebih baik karena dapat menghasilkan harga saham yang tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Prastuti (2016) hasil penelitian menunjukkan bahwa dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Prospek perusahaan yang bagus dipengaruhi oleh pembayaran dividen yang meningkat, dengan prospek perusahaan yang bagus akan direspon oleh investor dengan membeli saham sehingga nilai perusahaan meningkat.

H3 : kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Kebijakan Dividen Memediasi Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Struktur modal suatu perusahaan dapat dikatakan optimal apabila dapat memaksimumkan harga sahamnya. Untuk dapat memaksimumkan struktur modalnya, perusahaan harus dapat mngoptimalkan keseimbangan antara risiko dengan pengembalian. Keputusan pendanaan khususnya struktur modal perusahaan akan berdampak pada kebijakan dividen yang diambil oleh

perusahaan. Keputusan mengenai kebijakan dividen adalah keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan.

Di dalam perusahaan terkait dengan struktur modal selalu melibatkan *trade off* antara risiko dan tingkat pengembalian. Esensi *trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan utang. Sejauh manfaat lebih besar tambahan utang masih diperkenankan. Penambahan utang memperbesar risiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Penelitian yang dilakukan oleh Eka septiani (2017) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

H4 : kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan Dividen Memediasi Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi diantara manajer dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme monitoring yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba. Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen perusahaan karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Monitoring tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham karena pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Tingkat kepemilikan yang tinggi oleh institusi dalam suatu perusahaan akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar yang dilakukan oleh investor institusional sehingga akan dapat mengontrol manajer untuk tidak melakukan perbuatan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham yang pada akhirnya akan mengurangi *agency cost* (Safrudin, 2011). Penelitian yang dilakukan oleh Dinda aditya (2016) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan melalui kebijakan dividen. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ni putu wida (2014).

H5 : kebijakan dividen memediasi pengaruh kepemilikan insitusional terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sebanyak 144 Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan yang dilakukan pada tahun 2013 sampai tahun 2017. Metode pengambilan sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan pengambilan sampel yang ditentukan berdasarkan kriteria. Adapun kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian sampel adalah:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam lima tahun terakhir.
2. Perusahaan manufaktur yang menyampaikan pelaporan keuangan tahunan secara berturut-turut dari tahun 2013-2017.
3. Perusahaan yang membagikan dividen secara berturut-turut dari tahun 2013-2017.

Berdasarkan kriteria pengambilan sampel yang telah ditetapkan, maka diperoleh sampel sebanyak 39 Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013-2017.

Jenis dan Sumber Data

Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu data yang diperoleh dan disajikan dalam bentuk angk-angka. Data ini dapat berupa harga saham ataupun laporan keuangan perusahaan.

Sumber Data

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini berupa laporan tahunan yang teraudit (*annual report*) perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat tahun 2013-2017. Data diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu <http://www.idx.co.id/> dan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi yaitu pengumpulan data yang berupa literature buku, jurnal-jurnal penelitian terdahulu dan laporan tahunan perusahaan. Data yang dicatat adalah data yang relevan dengan variabel penelitian.

Model Analisis

Data akan diolah dengan menggunakan analisis jalur dengan program *SPSS for Windows*. Analisis ini dapat digunakan untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai hubungan antara variabel yang satu dengan variabel yang lain secara menyeluruh baik secara simultan atau secara parsial.

Teknis Analisis Data

Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Pengujian variabel intervening menggunakan metode analisis jalur. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linier berganda, atau analisis jalur adalah penggunaan analisis regresi untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel (*model causal*) yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori (Ghozali, 2013).

Analisis data yang digunakan adalah analisis jalur (*path analysis*). Diagram jalur merupakan sebuah struktur yang lengkap dari hubungan kausal antar variabel, yang terdiri dari hubungan substruktur yang menyerupai struktur regresi. Hasil besaran diagram jalur menunjukkan besarnya pengaruh masing-masing variabel terhadap variabel endogen disebut koefisien jalur.

Defenisi Operasional Variabel

Analisis data pada penelitian ini menggunakan variabel-variabel yang terdiri dari variabel terikat dan variabel bebas. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Variabel bebas dalam penelitian ini adalah struktur modal dan kepemilikan institusional.

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan (PBV), Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi sehingga dapat memakmurkan pemegang saham. Proksi yang digunakan dalam nilai perusahaan yaitu *Price to Book Value* (PBV).

Variabel Independen

Variabel independen merupakan variabel bebas yang tidak terkait dengan variabel lain dan mempengaruhi variabel lain. Variabel independen dalam penelitian adalah struktur modal dan kepemilikan institusional.

Struktur modal

Struktur modal merupakan penentuan komposisi modal, yaitu perbandingan antara hutang dan modal sendiri atau dengan kata lain struktur modal merupakan hasil atau akibat dari keputusan pendanaan (*financing decision*) yang intinya memilih apakah akan menggunakan hutang atau ekuitas untuk mendanai operasi perusahaan.

Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi lain seperti perusahaan asuransi, perusahaan investasi, bank dan pemerintah.

Variabel Intervening

Variabel intervening adalah variabel yang secara teoritis mempengaruhi hubungan antara variabel independen dengan dependen menjadi hubungan yang tidak langsung dan tidak dapat diamati dan diukur. Variabel ini merupakan variabel penyela/antara yang terletak diantara variabel independen dan dependen, sehingga variabel independen tidak langsung mempengaruhi berubahnya atau timbulnya variabel dependen.

Variabel intervening dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (DPR) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa mendatang.

Uji Hipotesis Statistik Statistik Deskriptif

Pengujian statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran atau deskripsi dan perilaku suatu data, Ghozali (2013). Dalam penelitian ini statistik deskriptif dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, maksimum dan minimum.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Uji normalitas data dapat dilakukan dengan menggunakan uji kolmogorov smirnov satu arah. Pengambilan kesimpulan untuk menentukan apakah suatu data mengikuti distribusi normal atau tidak adalah dengan menilai nilai signifikannya. Jika arah signifikan > 0.05 maka variabel berdistribusi normal dan sebaliknya jika signifikan < 0.05 maka variabel tidak berdistribusi normal. (Ghozali, 2013).

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Untuk mendeteksi adanya multikolinieritas atau tidak dilakukan dengan melihat nilai Tolerance dan VIF (*Variance Influence Factor*). Jika Tolerance > 0.10 dan VIF < 10 , maka model regresi yang digunakan terbebas dari masalah multikolinieritas (Ghozali, 2011).

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dan residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* tetap maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Ada beberapa cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas. Uji ini menggunakan Uji glejser (Ghozali, 2011).

Pengujian Hipotesis

Sebelum digunakan interpretasi, model tersebut akan diuji lebih dahulu dengan menggunakan regresi yang meliputi, uji normalitas dengan uji One-Sample-K-S, Uji Multikolinieritas dan Uji Heteroskedastisitas.

Uji Koefisien Determinasi R^2

Pada intinya uji ini digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model regresi dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai R^2 yang kecil menunjukkan bahwa kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Setiap tambahan satu variabel independen, maka R^2 pasti meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan atau tidak terhadap variabel dependen. Oleh karena itu untuk jumlah variabel independen lebih dari dua, lebih baik menggunakan koefisien determinasi yang telah disesuaikan (Ghozali, 2011).

Uji Simultan (Uji F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Tingkat signifikan yang digunakan yaitu 0.05 bila nilai signifikansi kurang dari tingkat signifikan 0.05, berarti variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen. Begitulah sebaliknya bila nilai signifikansi lebih dari tingkat signifikan 0.05, berarti variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

Uji Parameter Individual (Uji T)

Uji t bertujuan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen. Apabila t-value $<$ tingkat signifikansi, maka

variabel independen tersebut secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Nilai t dalam penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 0.05 (5%).

Pengujian hipotesis mediasi dapat dilakukan dengan prosedur yang dikembangkan oleh Sobel dan dikenal dengan uji Sobel (Sobel test). Uji Sobel dilakukan dengan cara menguji kekuatan pengaruh tidak langsung X ke Y lewat I.

HASIL PENELITIAN

Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan dari tahun 2013 sampai tahun 2017. Populasi dalam penelitian ini sebanyak 144 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama lima tahun terakhir. Sampel penelitian dilakukan dengan menggunakan metode penelitian *purposive sampling* yaitu sampel diambil berdasarkan kriteria-kriteria yang ditetapkan oleh peneliti.

Berdasarkan kriteria pengambilan sampel yang telah ditetapkan, dari 144 perusahaan terdapat 105 perusahaan yang tidak memenuhi kriteria pengambilan sampel, yaitu sebanyak 11 perusahaan diketahui tidak membagikan pelaporan keuangan secara berturut-turut selama periode pengamatan dan 94 perusahaan yang tidak membagikan dividen secara berturut-turut selama periode pengamatan. Sehingga sampel yang diperoleh sebanyak 39 Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013 sampai dengan 2017.

Hasil Penelitian

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif adalah statistik yang memberikan gambaran deskripsi suatu data yang dilihat dari rata-rata mean, standar deviasi, maksimum dan minimum. Statistik deskriptif merupakan proses pengumpulan, penyajian dan peringkasan berbagai karakteristik data untuk menggambarkan data secara memadai. Adapun hasil analisis deskriptif dapat dilihat pada berikut:

Tabel 1.2.
Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	195	.04	5.15	.7866	.82521
INST	195	.01	1.00	.7161	.20391
DPR	195	.00	2.97	.4969	.46978
PBV	195	.02	39.52	4.1172	5.55740
Valid N (listwise)	195				

Berdasarkan pada table 4.2. di atas, diperoleh nilai minimum untuk variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) adalah sebesar 0.04 nilai maksimum adalah sebesar 5.15, nilai rata-rata (mean) adalah sebesar 0.7866 dan nilai standar deviasi adalah sebesar 0.82521. Adapun perusahaan yang memiliki nilai minimum adalah perusahaan Delta Djakarta Tbk (DLTA) pada tahun 2013, sedangkan nilai maksimum dimiliki oleh perusahaan Indal Aluminium Industry Tbk (INAI) pada tahun 2014.

Nilai minimum untuk variabel kepemilikan institusional (INST) adalah sebesar 0.01, nilai maksimum adalah sebesar 1.00 nilai rata-rata (mean) adalah sebesar 0.7161 dan nilai standar deviasi adalah sebesar 0.20391. Adapun perusahaan yang memiliki nilai minimum adalah perusahaan Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI) pada tahun 2013, sedangkan nilai maksimum dimiliki oleh perusahaan Tunas Alfin Tbk (TALF) pada tahun 2013.

Nilai minimum untuk variabel Kebijakan dividen (DPR) adalah sebesar 0.00, nilai maksimum adalah sebesar 2.97, nilai rata-rata (mean) adalah sebesar 0.4969 dan nilai standar deviasi adalah sebesar 0.46978. Adapun perusahaan yang memiliki nilai minimum adalah perusahaan Ultrajaya milk industry Tbk (ULTJ) pada tahun 2013, sedangkan nilai maksimum dimiliki oleh perusahaan Indofood sukses makmur Tbk (INDF) pada tahun 2017.

Nilai minimum untuk variabel Nilai Perusahaan (PBV) adalah sebesar 0.02, nilai maksimum adalah sebesar 39.52, nilai rata-rata (mean) adalah sebesar 4.1172 dan nilai standar deviasi adalah sebesar 5.55740. Adapun perusahaan yang memiliki nilai minimum adalah perusahaan Multi bintang Indonesia Tbk (MLBI) pada tahun 2017, sedangkan nilai maksimum dimiliki oleh perusahaan Citra turbindo Tbk (CTBN) pada tahun 2017.

Uji Asumsi Klasik

Evaluasi terhadap pemenuhan uji asumsi klasik dalam penelitian perlu dilakukan agar hasilnya dapat merepresentasikan keadaan sebenarnya. Asumsi-asumsi klasik yang di uji adalah:

Uji Normalitas

Uji normalitas menggunakan uji statistik *kolmogrov-smirnov* (K-S). Dasar pengambilan keputusan pada analisis *kolmogrov-smirnov* Z (1-sampel K-S) adalah apabila nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* kurang dari 0.05 maka H_0 ditolak. Hal ini berarti data residual tidak berdistribusi normal. Sedangkan apabila nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih besar dari 0.05 maka H_0 diterima. Hal ini berarti data residual berdistribusi normal. Berdasarkan hasil uji normalitas menggunakan uji statistik *kolmogrov-smirnov* (K-S) maka diperoleh hasil untuk substruktur I adalah 0.000 dan untuk substruktur II adalah 0.000, ini berarti bahwa data tidak berdistribusi normal karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05. Oleh sebab itu diperlukan tindakan untuk menormalkan kembali data. Salah satu cara yang dapat digunakan untuk menormalkan kembali data adalah dengan mentransformasikan variabel ke dalam bentuk *inverse*. Adapun hasil uji normalitas setelah transformasi dapat dilihat hasil uji normalitas setelah transformasi data, nilai *asymp sig (2-tailed)* untuk substruktur I adalah sebesar 0.213 dan substruktur II adalah sebesar 0.200 yang berarti bahwa setelah data ditransformasi ke dalam bentuk invers data telah terdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah ada atau tidaknya korelasi antar variabel independen dalam model regresi. Uji multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai *tolerance* dan metode VIF (*Variance Inflation Vector*). Nilai yang direkomendasikan untuk menunjukkan tidak adanya problem multikolinearitas adalah nilai *tolerance* harus > 0.10 dan nilai VIF (*Variance Inflation Vector*) < 10 . Hasil uji multikolinearitas dapat dilihat bahwa seluruh variabel bebas pada substruktur I dan II memiliki nilai VIF (*Variance Inflation Vector*) lebih kecil dari 10 dan nilai *tolerance* lebih besar dari 0.10 yang berarti bahwa model regresi terbebas dari gejala multikolinearitas.

Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas dilakukan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi terdapat ketidaksamaan *variance* dari residual antara satu pengamatan kepengamatan lain. Dalam penelitian ini uji heterokedastisitas dilakukan menggunakan uji glejser, yaitu meregresikan variabel bebas dengan *absolute residual*. Hasil uji heterokedastisitas dapat dilihat bahwa seluruh variabel bebas untuk substruktur I (DER dan INST) dan untuk substruktur II (DER, INST dan DPR) memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 yang berarti variabel bebas tidak berpengaruh terhadap nilai *Absolute Residual* (AbsRes) sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari gejala heterokedastisitas.

Uji Hipotesis

Dalam penelitian ini, model pengujian digunakan adalah analisis regresi berganda dan analisis jalur (*path analysis*). Adapun hasil analisis regresi berganda substruktur I dan II dapat dilihat pada tabel berikut ini:

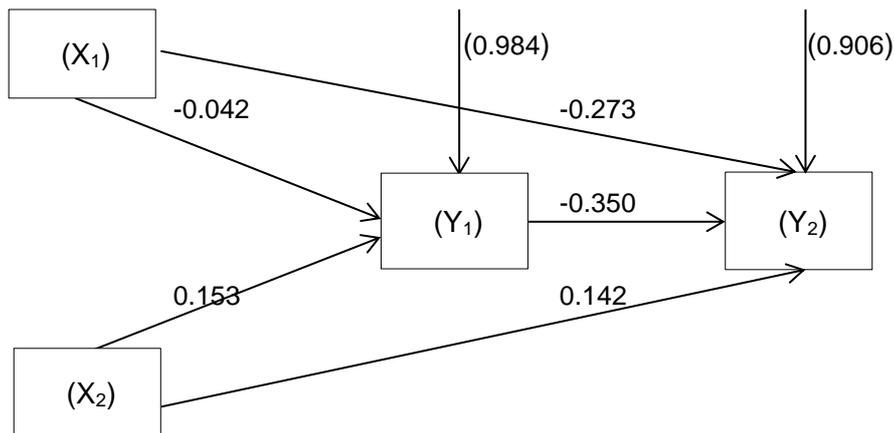
Tabel 1.3. Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel	Model Substruktur I ^a			Model Substruktur II ^b		
	koefisien	t hitung	Sig	koefisien	t hitung	Sig
Constant	.651	7.223	.000	.567	5.246	.000
DER	-.042	-.627	.048	-.273	-3.283	.001
INST	.153	1.174	.086	-.350	-2.548	.012
DPR				.142	1.548	.132

Sedangkan hasil uji pengaruh tidak langsung menggunakan Analisis Jalur (*Path Analysis*) adalah sebagai berikut:

- a. Pengaruh tidak langsung (*indirect effect*) :
 $IE X1 \rightarrow Y1 \rightarrow Y2 = (-0.042) (0.142) = -0.006$
 $IE X2 \rightarrow Y1 \rightarrow Y2 = (0.153) (0.142) = 0.022$
 Interpretasi:
 Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan secara tidak langsung melalui kebijakan dividen sebesar -0.006. sedangkan pengaruh dari kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan secara tidak langsung melalui kebijakan dividen sebesar 0.022.
- b. Pengaruh langsung (*direct effect*) :
 $DE X1 \rightarrow Y1 = -0.042$
 $DE X2 \rightarrow Y1 = 0.153$
 $DE X1 \rightarrow Y2 = -0.273$
 $DE X2 \rightarrow Y2 = -0.350$
 $DE Y1 \rightarrow Y2 = 0.142$
- c. Pengaruh total (*total effect*)
 $TE = DE + IE = (-0.042) + (-0.006) = -0.048$
 $TE = DE + IE = (0.153) + (0.022) = 0.175$
 $TE = DE = -0.273$
 $TE = DE = -0.350$
 $TE = DE = 0.142$

Berikut ini adalah diagram jalur dan persamaan strukturalnya :



Gambar 1 model struktural

Persamaan strukturalnya adalah: Substruktur I: $DPR = -0.042 + 0.153 + e_1$
 Substruktur II: $PBV = -0.273 + 0.142 + (-0.350) + e_2$

Uji Hipotesis 1

Berdasarkan pada hasil pengujian hipotesis 1 pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan diperoleh nilai koefisien regresi sebesar -0.273. Oleh karena koefisien regresi bernilai negatif maka hipotesis 1 yang diajukan dalam penelitian ini diterima. Hasil pengujian hipotesis tersebut juga diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.001 lebih kecil dari nilai alpha 5% (0.001 < 0.05) dan nilai t hitung sebesar -3.283 lebih besar dari nilai t tabel (3,283 > 1.655). Koefisien regresi yang bernilai negatif dan nilai signifikansi yang lebih kecil dari nilai alpha 5% berarti bahwa variabel struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Uji Hipotesis 2

Berdasarkan pada hasil pengujian hipotesis 2 pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan diperoleh nilai koefisien regresi sebesar -0.350. Oleh karena koefisien regresi bernilai negatif (-0.350) maka hipotesis 2 yang diajukan dalam penelitian ini ditolak. Hasil pengujian hipotesis tersebut juga diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.012 lebih kecil dari nilai alpha 5% (0.012 < 0.05) dan nilai t hitung sebesar -2.548 lebih besar dari nilai t tabel (2.548 < 1.655). Koefisien

regresi yang bernilai negatif dan nilai signifikansi yang lebih kecil dari nilai alpha 5% berarti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Uji Hipotesis 3

Berdasarkan pada hasil pengujian hipotesis 3 pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan diperoleh nilai koefisien regresi sebesar 0.142. Oleh karena koefisien regresi bernilai positif (0.142) maka hipotesis 3 yang diajukan dalam penelitian ini diterima. Hasil pengujian hipotesis tersebut juga diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.132 lebih besar dari nilai alpha 5% ($0.132 > 0.05$) dan nilai t hitung sebesar 1.548 lebih kecil dari nilai t tabel ($1.548 < 1.655$). Koefisien regresi yang bernilai positif dan nilai signifikansi yang lebih besar dari nilai alpha 5% berarti bahwa meskipun hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan adalah positif, akan tetapi pengaruh yang ditimbulkan tidaklah signifikan, dimana kenaikan kebijakan dividen tidak akan berdampak apa-apa terhadap nilai perusahaan.

Uji Hipotesis 4

Berdasarkan hasil uji pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening menggunakan analisis jalur di peroleh hasil pengaruh tidak langsung sebesar -0.006. Dengan nilai t hitung yang di dapat melalui perhitungan *sobel test* sebesar -0.028424271. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan karena nilai t hitung lebih kecil dari t tabel ($-0.028424271 < 1.6548$). Namun pengaruh yang ditimbulkan adalah signifikan dilihat berdasarkan hasil uji hipotesis 1. Sehingga hipotesis 4 yang diajukan dalam penelitian ini diterima, dimana kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa, besar kecilnya dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak berdampak apa-apa terhadap peningkatan atau penurunan struktur modal dan nilai perusahaan.

Uji Hipotesis 5

Berdasarkan hasil uji pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening menggunakan analisis jalur di peroleh hasil pengaruh tidak langsung sebesar 0.022. Dengan nilai t hitung yang di dapat melalui perhitungan *sobel test* sebesar 0.560888216. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan karena nilai t hitung lebih kecil dari t tabel ($0.560888216 < 1.6548$). Namun pengaruh yang ditimbulkan adalah signifikan dilihat berdasarkan hasil uji hipotesis 2. Oleh karena kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan maka hipotesis 5 yang diajukan dalam penelitian ini ditolak, dimana kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan investor institusional dengan kepemilikan saham mayoritas lebih cenderung berpihak dan bekerjasama dengan pihak manajemen untuk mendahulukan kepentingan pribadinya daripada kepentingan pemegang saham minoritas. Sehingga ini memberikan sinyal negatif bagi pihak luar karena strategi aliansi investor institusional dengan pihak manajemen cenderung mengambil kebijakan perusahaan yang tidak optimal.

Pembahasan

Struktur Modal berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan pada hasil uji hipotesis 1 yang telah dilakukan sebelumnya, diperoleh koefisien regresi yang bernilai negatif dengan tingkat signifikansi yang lebih kecil dari nilai alpha maka H1 diterima dimana struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Riski mangondu (2016) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan karena bagi setiap perusahaan, keputusan dalam pemilihan sumber dana merupakan hal penting sebab hal tersebut akan mempengaruhi struktur keuangan perusahaan, yang akhirnya akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Sumber dana perusahaan dicerminkan oleh modal asing dan modal sendiri yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER). Semakin tinggi hutang untuk membiayai operasional perusahaan maka akan menurunkan nilai perusahaan, karena dengan tingkat hutang yang tinggi maka beban yang akan ditanggung perusahaan juga besar.

Menurut *trade off theory*, bila perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai kegiatan operasionalnya maka perusahaan akan memperoleh keuntungan berupa penghematan pajak (*tax shield*). Namun disisi lain, penggunaan hutang oleh perusahaan tidak boleh melampaui batas optimal karena penggunaan hutang yang terlalu besar justru akan merugikan perusahaan karena perusahaan akan memikul beban kebangkrutan dan biaya keagenan dan pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan (Rodoni dan Ali, 2014:131)

Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan pada hasil uji hipotesis 2 yang telah dilakukan sebelumnya, diperoleh koefisien regresi yang bernilai negatif dengan tingkat signifikansi yang lebih besar dari nilai alpha maka H2 ditolak dimana kepemilikan institusional berpengaruh negatif namun signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Alfiarti rahma (2014) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa semakin besar jumlah kepemilikan institusional justru akan menurunkan PBV (*price to book value*). Hal ini dikarenakan investor institusional dengan kepemilikan saham mayoritas lebih cenderung berpihak dan bekerjasama dengan pihak manajemen untuk mendahulukan kepentingan pribadinya daripada kepentingan pemegang saham minoritas, Rahma (2014). Ini merupakan sinyal negatif bagi pihak luar karena strategi aliansi investor institusional dengan pihak manajemen cenderung mengambil kebijakan perusahaan yang tidak optimal. Tindakan ini merugikan operasional perusahaan. Dampaknya, investor tidak akan tertarik untuk menanamkan modalnya, volume perdagangan saham menurun, harga saham perusahaan dan nilai perusahaan juga akan menurun.

Kebijakan Dividen berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan pada hasil uji hipotesis 3 yang telah dilakukan sebelumnya, diperoleh koefisien regresi yang bernilai positif dengan tingkat signifikansi yang lebih besar dari nilai alpha maka H3 diterima dimana kebijakan dividen berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Eka septiani (2017) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan secara statistik tidak signifikan.

Kebijakan dividen berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan ini dikarenakan sebagian investor beranggapan bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya, nilai perusahaan tergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitynya, bukan pada bagaimana pendapatan itu dibagi diantara dividen dan laba yang ditahan karena rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham. Investor beranggapan bahwa nilai perusahaan hanya dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya. (Kohar: 2017).

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan teori *bird in the hand* yang menyebutkan bahwa investor lebih menyukai dividen tunai daripada dijanjikan adanya imbal hasil atas investasi (*capital gain*) di masa yang akan datang. Hal ini disebabkan karena apabila laba yang diperoleh perusahaan sebagian besar dialokasikan untuk pembayaran dividen maka laba ditahan untuk biaya operasional perusahaan sangatlah kecil sehingga dengan pembagian dividen yang besar kepada investor akan berdampak pada nilai dari perusahaan itu sendiri.

Kebijakan Dividen Memediasi Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan pada hasil uji hipotesis 4 menggunakan metode *sobel test* diperoleh nilai t hitung yang lebih kecil dari nilai t tabel. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Eka septiani (2017) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan temuan peneliti terkait dengan teori sinyal (*signaling theory*) yang menyatakan bahwa pembagian dividen yang besar merupakan salah satu alat untuk memberikan sinyal kepada pasar bahwa kondisi perusahaan dalam keadaan baik dan sedang mengalami kemajuan sehingga hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar yang tercermin

dari meningkatnya harga saham dan nilai perusahaan. Kehadiran kebijakan dividen sebagai variabel intervening tidak dapat memberikan dampak yang berarti pada pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan karena pada dasarnya nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan dari asset yang dimiliki oleh perusahaan. Disisi lain, para investor dan pemegang saham juga tidak terlalu mengharapkan pembagian dividen dari perusahaan dalam memperoleh keuntungan dan lebih cenderung untuk mengambil keuntungan dalam jangka pendek, yaitu dengan keuntungan yang diperoleh dari *capital gain* atau keuntungan yang diperoleh dari selisih antara harga saham yang dijual dan harga saham yang dibeli.

Kebijakan Dividen Memediasi Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan pada hasil uji hipotesis 5 menggunakan metode *sobel test* diperoleh nilai t hitung yang lebih kecil dari t tabel. Oleh karena nilai t hitung lebih kecil dari nilai t tabel maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Aditya (2016) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini juga tidak sejalan dengan teori sinyal (*signaling theory*) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen selalu diikuti dengan kenaikan harga saham sehingga investor tertarik membeli saham tersebut, permintaan yang tinggi mengakibatkan harga saham juga tinggi, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Karena nilai perusahaan tercermin dari harga sahamnya (Aditya:2016).

Dengan presentase tingkat kepemilikan institusional yang kecil, pengawasan pada pihak manajemen dirasa kurang optimal dimana pengawasan oleh pihak institusional tidak akan berpengaruh terhadap tingkat pengambilan keputusan oleh manajemen. Karena pihak manager yang telah diberikan wewenang oleh pemilik perusahaan cenderung mengutamakan kepentingan pribadi dibandingkan kepentingan perusahaan. Hal ini tidak disukai oleh investor karena pengeluaran yang dilakukan oleh manager akan menambah *cost* perusahaan yang berdampak pada penurunan keuntungan dan dividen yang diterima pemegang saham. Disisi lain, para pemegang saham institusional juga tidak terlalu mengaharapkan pembagian dividen dari perusahaan karena pada dasarnya pemegang saham institusional merupakan lembaga atau perusahaan dan bukan perseorangan sehingga tujuan dasar utama yang menjadi alasan pembelian saham suatu perusahaan adalah lebih bersifat strategis yakni melakukan ekspansi pada perusahaan yang menjadi target pembelian saham sehingga yang menjadi indicator penilainnya adalah keuntungan dan bukan pada pembagian dividen. Oleh karena itu, besar kecilnya pembagian dividen tidak akan memberikan pengaruh apa-apa dalam menjadi memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan analisis data, pengujian hipotesis dan pembahasan penelitian yang dilakukan pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017 maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan karena bagi setiap perusahaan, keputusan dalam pemilihan sumber dana merupakan hal penting sebab hal tersebut akan mempengaruhi struktur keuangan perusahaan, yang akhirnya akan mempengaruhi kinerja perusahaan.
2. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa semakin besar jumlah kepemilikan institusional justru akan menurunkan PBV (*price to book value*). Hal ini dikarenakan investor institusional dengan kepemilikan saham mayoritas lebih cenderung berpihak dan bekerjasama dengan pihak manajemen untuk mendahulukan kepentingan pribadinya daripada kepentingan pemegang saham minoritas.
3. Kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan ini dikarenakan sebagian

investor beranggapan bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya, nilai perusahaan tergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan itu dibagi diantara dividen dan laba yang ditahan karena rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham.

4. Kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan karena pada dasarnya nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan dari asset yang dimiliki oleh perusahaan.
5. Kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Dengan presentase tingkat kepemilikan institusional yang kecil, pengawasan pada pihak manajemen dirasa kurang optimal dimana pengawasan oleh pihak institusional tidak akan berpengaruh terhadap tingkat pengambilan keputusan oleh manajemen. Karena pihak manager yang telah diberikan wewenang oleh pemilik perusahaan cenderung mengutamakan kepentingan pribadi dibandingkan kepentingan perusahaan.

Saran

Saran yang dapat diberikan berdasarkan hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Objek penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017, oleh karena itu disarankan kepada peneliti selanjutnya untuk melakukan penelitian pada perusahaan yang berbeda dengan tahun periode yang lebih dari lima tahun namun dengan judul yang sama.
2. Penelitian ini menggunakan variabel struktur modal dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen untuk mengukur seberapa besar pengaruhnya terhadap variabel dependen yaitu nilai perusahaan dan kebijakan dividen sebagai variabel intervening Sehingga bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk menambah variabel lain yang belum diteliti yang menjadi faktor-faktor yang mempengaruhi variabel dependen yakni nilai perusahaan, dan menambahkan variabel lain yang akan dijadikan variabel intervening dalam penelitian selanjutnya agar supaya penelitian lebih bervariasi dan berbeda dari penelitian-penelitian selanjutnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Aditya, Dinda., dan Edi Supriyono, 2015. Pengaruh Profitabilitas Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi, Universitas Muhammadiyah, Yogyakarta.
- Akerlof, George A, 1970. *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. *Quarterly Journal of Economics* (The MIT Press). Vol. 84, No. 3.
- Budhi, Wiyarsi Retno, 2012. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Manajemen Laba Studi empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI 2008-2010. *Skripsi*. Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- Fenandar, Gani Ibrahim, 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*. Vol 1, No 2. Semarang:UNDIP.
- Ghozali, Imam, 2011. *Analisis Multivariate dengan SPSS*. Semarang: BP UNDIP.
- Ghozali, Imam, 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS 19 Edisi Kelima*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gumanti, Tatang A, 2009. *Teori Sinyal Manajemen Keuangan*. Usahawan No. 06. Edisi 38.
- Haruman, Tendi, 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan Dan Nilai Perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi XI, Pontianak.
- Hamidy, Rahman Rusdi, *et all.*, 2015. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*. Vol. 4, No.10.
- Horne, Van dan Wachowicz, 2013. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Penerbit Salemba empat. Jakarta.

- Husnan, Suad, 2000. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Edisi 4, Buku 1, Yogyakarta.
- Kohar, Andi, 2017. Pengaruh Struktur Modal Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. Program Pascasarjana Universitas Muslim Indonesia. *ASSETS*, Vol. 7, No. 1.
- Kusumaningrum, Santy, 2016. Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, *Growth Opportunity* Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal*. Program Studi Manajemen. Universitas Muhammadiyah, Surakarta.
- Kusumajaya, Dewa Kadek Oka, 2011. Pengaruh Struktur Modal Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Universitas Udayana.
- Mardiyanthi, I Fanindya, 2012. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011. *Skripsi*. Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Universitas Diponegoro, Semarang.
- Masri, A Kirman, 2015. Pengaruh Profitabilitas dan *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening. Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI 2010-2013. *Skripsi* Fakultas Ekonomi Universitas Khairun, Ternate.
- Mangondu, Riski., dan Yossi Diantimala, 2016. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan dan Kinerja Perusahaan Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis* Vol. 3, No. 1.
- Murekefu, Timothy Mahalang'ang'a., and Peter Ouma Ochuodho, 2012. *The Relationship Between Dividend Payout And Firm Performance: A Study Of Listed Companies In Kenya*. *European Scientific Journal*. Vol. 8, No. 9.
- Nofrita, Ria, 2013 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Deviden Sebagai Variabel Intervening. *Skripsi*. Universitas Negeri Padang.
- Nugroho, Purwo Adi, 2014. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, Struktur Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi, Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah*. Fakultas Ekonomi Dan Bisnis, Universitas Airlangga.
- Nuraina, Elva, 2012. "Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan terhadap kebijakan hutang dan Nilai Perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2008". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE)*, Hal.110-125 ISSN: 1412-3126. Vol. 19, No. 2.
- Okpara, Godwin Chigozie, 2010. *AsyModigliani dan Milleretric Information and Dividen Policy in Emerging Markets: Empirical Evidence From Nigeria*. *International Journal Of Economics And Finance* Vol. 2, No. 4.
- Prasetyo, L Murdoko., dan Santanu, 2013. Pengaruh Struktur Modal Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bei Tahun 2006-2008. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
- Pratiwi, Maya Indah., *et all*, 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal e-Proceeding of Management*. Vol.3, No.3
- Rachman, Achmad Arif, 2012. Pengaruh *Corporate Social Responsibility*, Kepemilikan Manajerial, Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2008-2010. *Jurnal Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi*, Surabaya.
- Rafka, Syari, 2006. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Aktivitas Operasi Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi*. Universitas Sumatera Utara, Medan.
- Rahma, Alfiarti, 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Keputusan Pendanaan Dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol. 23 No. 2.
- Septiani, Eka, 2017. Pengaruh Struktur Modal Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Deviden Sebagai Variabel Intervening (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2012-2014). *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- Sholekah, Febrina Wibawati., dan Lintang Venusita, 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, *Leverage*, *Firm Size* Dan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan *High Profile* Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen*. Volume 2 Nomor 3. Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya, Kampus Ketintang Surabaya.

- Spence, Michael, 1973. "Job Market Signaling". *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 87, No. 3.
- Sugiarto, Melani, 2011. Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Intervening. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, Vol. 3, No. 1.
- Susanti, Yusi, 2015. Pengaruh *Dividend Payout Ratio*, Profitabilitas, Struktur Aktiva, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal (Studi pada Perusahaan Manufaktur di BEI). *Skripsi*. Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta.
- Suwardjono, 2010. *Teori Akuntansi: Perekayasaan Pelaporan Keuangan*. Edisi Ketiga. BPFE, Yogyakarta.
- Wijaya, Bandi., dan Wibawa. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. Prosiding. *Simposium Nasional Akuntansi XIII*, Purwokerto.
- <http://www.idx.perusahaanmanufaktur.co.id>.
- <http://www.sahamok.perusahaanmanufaktur.com>
- <http://www.detikfinance.informasiseputarsaham.com>
- sahamberedar.perusahaanmanufaktur.sahamok.com