

PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Andi Kohar

Program Pascasarjana Universitas Muslim Indonesia
Jl. Urip Sumoharjo Km. 4 Makassar
qohar_oi@yahoo.com

Akramunnas

Universitas Islam Negeri Alauddin Makassar
Jl. H.M. Yasin Limpo No. 63 Samata Gowa
erossandimahesa@gmail.com

***Abstract:** This study aims to examine the influence of capital structure and dividend policy on firm value in the manufacturing sector in the stock exchanges of Indonesia in 2013-2015. Penelitian This is a quantitative research approach to causality. The population in this study are all companies listed on the Indonesian Stock Bura 2013-2015 year corresponding directory publication of Indonesian capital market (ICMD) with purposive sampling technique. The data used in this research is secondary data that is based on financial statement data collection manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange 2013-2015 period. Analysis of data using multiple linear regression analysis. The results showed that: 1) the capital structure and dividend policy simultaneously influence on the value of the company, 2) capital structure and significant positive effect on firm value and 3) dividend policy and no significant negative effect on firm value.*

Abstrak: penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh faktor struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada sektor manufaktur di bursa efek Indonesia tahun 2013-2015. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan kausalitas. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015 sesuai publikasi Indonesian capital market directory (ICMD) dengan teknik pengambilan sampel purposive sampling. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang didasarkan pada pengumpulan data laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015. Analisis data menggunakan analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa: 1) struktur modal dan kebijakan dividen berpengaruh secara simultan terhadap nilai perusahaan, 2) struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dan 3) kebijakan dividen berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: Nilai Perusahaan, Struktur Modal, Kebijakan Dividen.

PENDAHULUAN

Banyaknya perusahaan dalam industri, serta kondisi perekonomian saat ini telah menciptakan suatu persaingan yang ketat antar perusahaan manufaktur. Persaingan dalam industri manufaktur membuat setiap perusahaan semakin meningkatkan kinerja agar tujuannya dapat tetap tercapai. Tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan (Salvatore, 2005) dan senada dengan pendapat Michalski (2008), bahwa dalam jangka panjang, tujuan perusahaan adalah meningkatkan kesejahteraan pemiliknya serta mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan mencerminkan nilai saat ini dari pendapatan yang diinginkan dimasa mendatang dan indikator bagi pasar dalam menilai perusahaan secara keseluruhan (Kusumadilaga, 2012).

Nilai perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV). Wardjono dalam (Himawan dan Christiawan, 2016) menyatakan bahwa perusahaan yang berjalan dengan baik umumnya mempunyai rasio PBV di atas satu, yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. *Price Book Value* (PBV) merupakan rasio harga saham terhadap nilai buku dari perusahaan, dimana jumlah modal yang diinvestasikan ditunjukkan dengan kemampuan perusahaan menciptakan nilai yang relatif. Tingginya PBV mencerminkan tingginya harga saham jika dibandingkan dengan nilai buku perlembar saham. Keberhasilan perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham dilihat dari semakin tinggi harga saham perusahaan. Adanya peluang investasi memberikan sinyal yang positif terhadap perkembangan perusahaan dimasa mendatang, sehingga nilai perusahaan dapat meningkat (Susanti, dalam Prastuti dan Sudiarta, 2016).

Wijaya *et al.* (2010), berpendapat bahwa optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan. Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran kekayaan pemegang saham.

Dunia usaha bergantung pada masalah pendanaan. Terjadi kemunduran yang diakibatkan karena banyak lembaga keuangan yang mengalami kesulitan keuangan karena adanya kemacetan kredit pada dunia usaha yang tidak memperhitungkan batas maksimum pemberian kredit dimasa lalu oleh perbankan dan masalah disetujuinya kelayakan kredit (Meythi *et al.* 2012). Antisipasi yang dilakukan manajer keuangan diharapkan mampu meningkatkan nilai perusahaan dengan berhati-hatinya dalam menetapkan struktur modal (Nurmalasari, 2009). Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (Mogdiliani & Miller dalam Brigham, 2009:132).

Berdasarkan teori struktur modal, apabila posisi struktur modal berada di atas target struktur modal optimalnya, maka setiap penambahan utang akan

menurunkan nilai perusahaan. Penentuan target struktur modal optimal adalah salah satu dari tugas utama manajemen perusahaan. Struktur modal adalah proporsi pendanaan dengan utang (*debt financing*) perusahaan, yaitu rasio *leverage* (pengungkit) perusahaan. Dengan demikian, utang adalah unsur dari struktur modal perusahaan dan merupakan instrumen yang sangat sensitive terhadap perubahan nilai perusahaan. Penggunaan utang sebagai sumber pendanaan perusahaan memiliki keuntungan dan kerugian. Keuntungan penggunaan utang diperoleh dari pajak (bunga utang adalah pengurangan pajak) dan disiplin manajer (kewajiban membayar utang menyebabkan disiplin manajemen), sedangkan kerugian penggunaan utang berhubungan dengan timbulnya biaya keagenan dan biaya kepailitan.

Dalam *trade off theory* (diasumsikan titik target dari struktur modal yang belum optimal) nilai perusahaan akan meningkat ketika rasio utang pada struktur modal ditingkatkan. Perusahaan akan meningkatkan utang sampai dengan tingkat utang tertentu, dimana biaya keagenan menyebabkan suatu perusahaan kredibilitasnya akan menurun. Penurunan kredibilitas perusahaan terjadi karena adanya pengurangan pajak dari penambahan biaya utang atau biaya kesulitan keuangan.

Teori trade-off memprediksi hubungan positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan dengan asumsi keuntungan pajak masih lebih besar dari biaya tekanan financial dan biaya keagenan. *Teori trade-off* juga memprediksi hubungan positif antara struktur modal dengan tingkat profitabilitas atau kinerja keuangan perusahaan. Pengurangan bunga utang pada perhitungan penghasilan kena pajak akan memperkecil proporsi beban pajak, sehingga proporsi laba bersih (*net income*) setelah pajak menjadi semakin besar, atau tingkat profitabilitas semakin tinggi.

Struktur modal merupakan kunci kinerja perusahaan dan perbaikan *produktivitas*. Untuk mengoptimalkan nilai perusahaan dijelaskan dalam teori struktur modal yaitu *financial policy* (kebijakan pendanaan perusahaan) yang digunakan untuk menentukan bauran antara utang dan ekuitas. Dalam menentukan target struktur modal yang optimal, dituntut peran dari manajemen perusahaan.

Ketidakpastian hubungan dari struktur modal terhadap nilai perusahaan masih ditunjukkan dalam penelitian sebelumnya. Kusumajaya (2011) dan Rizqia *et al.* (2013) menjelaskan bahwa struktur modal memiliki arah yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Bertentangan dari penelitian sebelumnya, Artini dan Puspaningsih (2011) dan Savitri *et al.* (2012) menemukan bahwa tidak adanya signifikansi antara struktur modal terhadap nilai perusahaan, menunjukkan bahwa dalam hal ini perubahan proposi utang tidak mempengaruhi nilai perusahaan dalam struktur modal perusahaan tetapi disinyalir oleh keputusan investasi dan operasi.

Nilai perusahaan juga dapat dilihat dari kemampuan membayarkan dividen. Harga saham dapat dipengaruhi besarnya dividen. Harga saham cenderung tinggi ketika dividen yang dibayarkan tinggi, sehingga nilai perusahaan juga tinggi, begitu juga sebaliknya (Mardiyanthi, 2012). Kemampuan perusahaan

dalam memperoleh laba berhubungan erat dengan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Kemampuan perusahaan membayar dividen yang besar, maka perusahaan akan memperoleh laba yang besar juga (Prasetyo, 2013). Oleh sebab itu, peningkatan nilai perusahaan dipengaruhi dengan dividen yang besar (Matono dan Harjito dalam Susanti 2010). Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan yang paling penting (Murekefu and Ochuodho, 2012). Okpara (2012) menjelaskan tentang kekhawatiran yang dihadapi oleh perusahaan dalam kebijakan dividen adalah seberapa banyak pendapatan yang bisa dibayarkan sebagai dividen dan seberapa banyak dapat dipertahankan, karena terkadang pembagian dividen bagi sebagian investor bukanlah sinyal positif. Investor menganggap manajer perusahaan tidak peka pada peluang investasi yang akan mendatangkan keuntungan namun lebih memilih membagikan dividen. Sehingga, nilai perusahaan dapat turun karena kurangnya keinginan pemegang saham untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

Pembagian hasil atau laba kepada pemilik perusahaan disebut sebagai dividen. Kebijakan dividen ialah kebijakan yang dikaitkan dengan penentuan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan (Sukirni, 2012). Pembagian dividen haruslah tepat, dividen yang terlalu tinggi akan mengganggu ekspansi perusahaan, sedangkan dividen yang terlalu rendah akan menurunkan minat investor. Kebijakan dividen yang tepat akan meningkatkan harga saham yang menjadi salah satu indikator nilai perusahaan (Wijaya *et al.*, 2010).

Kebijakan deviden adalah untuk menentukan berapa banyak keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham. Keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham akan menentukan kesejahteraan para pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Pembayaran dividen yang semakin besar sebagai indikator nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006:178). Keputusan pembagian dividen merupakan suatu masalah yang sering dihadapi oleh perusahaan. Dividen merupakan alasan bagi investor dalam menanamkan investasinya, dimana dividen merupakan pengembalian yang akan diterimanya atas investasinya dalam perusahaan. Para investor memiliki tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraannya dengan mengharapkan pengembalian dalam bentuk dividen, sedangkan perusahaan mengharapkan pertumbuhan secara terus menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya sekaligus memberikan kesejahteraan kepada para pemegang sahamnya.

Untuk meningkatkan kesejahteraannya, investor memiliki tujuan utama yaitu mendapat pengembalian (*return*) dalam bentuk dividen maupun *capital gain* (Hermuningsih dalam Prastuti dan Sudiarta, 2016). Disisi lain perusahaan juga memiliki tujuan yaitu mengharapkan perusahaannya tumbuh dan berkembang untuk mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan dan memberikan dividen kepada pemegang saham. Penerimaan dividen jika lebih tinggi pada periode saat ini dibandingkan dengan perolehan nilai *capital gain* pada periode mendatang, sehingga dividen akan lebih diminati daripada *capital gain* oleh investor yang tidak ingin melakukan spekulasi.

Berdasarkan hasil penelitian Fenandar dan Surya (2012) mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Bahwa relevansi kebijakan dividen dengan nilai perusahaan berdampak kepada nilai perusahaan tercermin dari perubahan harga saham perusahaan. Peningkatan dari pembayaran dividen akan menunjukkan prospek perusahaan yang lebih baik dan investor akan meresponnya dengan pembelian saham sehingga terjadi peningkatan nilai perusahaan. Hasil penelitian tersebut bertentangan dengan hasil penelitian Wahyudi dan Pawestri dalam Wijaya *et al.* (2013) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Perbedaan hasil penelitian juga ditemukan oleh Mardiyanti *et al.* (2012) dimana kebijakan dividen memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Peningkatan persaingan bisnis di Indonesia sudah sangat pesat. Peningkatan persaingan bisnis ini ditandai dengan penambahan perusahaan-perusahaan baru sehingga persaingan menjadi ketat. Jika perusahaan ingin tetap berada dalam persaingan bisnis, perusahaan harus berlomba-lomba dalam berinovasi dan menentukan strategi bisnis (Prapaska, 2013). Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang melakukan proses pengolahan barang jadi dari bahan mentah sehingga siap utk dikonsumsi masyarakat (Kusumadilaga, 2012). Keterkaitan secara langsung antara daya beli masyarakat dengan perusahaan manufaktur sehari-hari sehingga banyak berkembang perusahaan manufaktur di Indonesia. Berdasarkan adanya *research gap* pada hasil penelitian-penelitian sebelumnya mengenai pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, maka hal ini perlu dikaji kembali untuk memperjelas temuan selanjutnya. Penelitian ini dikaji kembali dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh variabel struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur selama periode 2014-2016.

TINJAUAN TEORETIS

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Signalling theory merupakan teori yang membahas mengenai bagaimana perusahaan memberikan informasi atau sinyal baik positif maupun negatif bagi pemegang saham (Scott dalam Himawan dan Christiawan, 2016). Perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar diharap dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk (Sukirni, 2012). Sinyal yang dimaksud adalah apa saja yang dilakukan manajemen yang akan memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston (2001:66) isyarat atau *signal*, *signalling theory* menyatakan peningkatan utang diartikan oleh pihak luar sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar (Prapaska, 2012). Jadi, kenaikan pembagian dividen dapat menjadi sinyal

yang baik bagi investor. Teori sinyal juga menjelaskan alasan mengapa perusahaan perlu memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal.

Teori Ketidakrelevanan Dividen (*Dividend Irrelevance Theory*)

Dividend irrelevance theory adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ini mengikuti pendapat Modigliani dan Miller (MM) (2001), mereka berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan resiko bisnisnya. Dengan perkataan lain, Modigliani dan Miller berpendapat bahwa nilai perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan itu dibagi diantara deviden dan laba yang ditahan (Brigham dan Houaton, 2001:66). 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.

Trade-off Theory

Teori ini membahas tentang hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Model *trade-off* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan utang dengan biaya yang akan timbul sebagai akibat penggunaan utang tersebut. 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.

Nilai Perusahaan.

Nilai perusahaan adalah nilai sekarang dari pendapatan yang diharapkan di masa mendatang serta mencerminkan dampak atas keputusan yang telah diambil oleh manajer keuangan terhadap harga saham perusahaan (Wijaya *et al.*, 2010). Nilai perusahaan juga merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan yang tercermin dalam harga saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007, Islahuddin *et al.* 2008 dalam himawan dan christiawan, 2016). Nilai perusahaan dapat dihitung melalui dua metode yaitu menggunakan Tobins'Q (Mandasari *et al.*, 2013) dan *Price-Book-Value* (Sari, 2013, Sugiarto, 2011, Wijaya *et al.*, 2010, Mardiyati *et al.*, 2012, Solikahan, 2013, Yunitasari, 2014, Samisi dan Ardiana, 2013). Kedua rasio ini menggambarkan bagaimana investor menilai perusahaan secara keseluruhan. Rasio Tobins'Q dapat menjadi proksi nilai perusahaan yang baik dari segi investasi sedangkan rasio *Price Book Value* menunjukkan hubungan antara harga saham perusahaan dengan laba dan nilai buku perusahaan, dimana melalui

rasio ini, manajemen dapat mengetahui bagaimana tanggapan investor terhadap kinerja dan prospek perusahaan.

Rasio harga saham terhadap nilai buku perusahaan atau *price book value* (PBV), menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan menciptakan nilai relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. PBV yang tinggi mencerminkan harga saham yang tinggi dibandingkan nilai buku perlembar saham. Semakin tinggi harga saham, semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Keberhasilan perusahaan menciptakan nilai tersebut tentunya memberikan harapan kepada pemegang saham berupa keuntungan yang lebih besar pula (Sartono dalam Kusumajaya, 2011), secara sederhana menyatakan bahwa *price to book value* (PBV) merupakan rasio pasar (*market ratio*) yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya.

Struktur Modal

Struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya dan dapat dilihat pada seluruh sisi kanan dari neraca yang terdiri dari utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan modal pemegang saham. Sedangkan struktur modal perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Jadi, struktur modal suatu perusahaan hanya merupakan sebagian dari struktur keuangannya. Sedangkan struktur modal adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh utang, ekuitas saham preferen, dan saham biasa.

Pada dasarnya, keputusan pendanaan (*financing*) perusahaan berkaitan dengan penentuan sumber-sumber dana yang digunakan untuk membiayai usulan-usulan investasi yang telah diputuskan sebelumnya. Pemenuhan kebutuhan dana tersebut dapat disediakan atau diperoleh dari sumber internal maupun eksternal perusahaan. Apabila perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dari sumber internal, maka perusahaan tersebut melakukan pendanaan internal (*internal financing*) yaitu dalam bentuk laba ditahan. Sebaliknya, jika perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dari sumber eksternal, maka perusahaan tersebut melakukan pendanaan eksternal (*external financing*). Pemenuhan kebutuhan dana secara eksternal dipisahkan menjadi 2 yaitu pembiayaan utang (*debt financing*) dan pendanaan modal sendiri (*equity financing*). Pembiayaan utang diperoleh melalui pinjaman, sedangkan pendanaan modal sendiri berasal dari emisi atau penerbitan saham. Dalam kaitannya dengan masalah di atas, maka aturan struktur *financial* konservatif menghendaki agar perusahaan dalam keadaan kondisi apapun jangan mempunyai utang yang lebih besar dari pada jumlah modal sendiri atau dengan kata lain *debt ratio* jangan lebih besar dari 50% sehingga modal yang dipinjam (utang) tidak lebih besar dari modal yang menjadi jaminannya, atau modal sendiri (Riyanto, 2011).

Adanya struktur modal yang ditargetkan membantu perusahaan untuk selalu konsisten didalam menentukan struktur modalnya. Jika pada kenyataanya 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.

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah utang jangka panjang dengan modal sendiri. Oleh karena itu, struktur modal diukur dengan *debt to equity ratio* (DER). DER merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan utang) terhadap total *shareholder's equity* yang dimiliki perusahaan.

Kebijakan Dividen

Salah satu *return* yang akan diperoleh para pemegang saham adalah dividen. Dividen merupakan bagian dari laba bersih yang dibagikan kepada para pemegang saham (pemilik modal sendiri). Menurut Sunariyah (2004: 48) dividen adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Berdasarkan kedua pendapat tersebut, maka dapat dikatakan bahwa dividen merupakan proporsi pembagian laba yang diperoleh perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham perusahaan. Kebijakan Dividen adalah kebijakan yang diambil manajemen perusahaan untuk memutuskan membayarkan sebagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham daripada menahannya sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan kembali agar mendapatkan *capital gains*. *Capital gains* adalah keuntungan modal yang akan diperoleh pemegang saham jika menginvestasikan kembali pendapatannya dalam jangka panjang. (Ambarwati, 2010:64).

Kebijakan dividen adalah bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan. Pengambilan keputusan pendistribusian keuntungan selalu merupakan isu penting, apakah akan dibagikan dalam bentuk dividen atau tetap ditahan untuk diinvestasikan kembali dan diharapkan mendapatkan *capital gain* di masa datang. Manajemen mempunyai dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih perusahaan: dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau diinvestasikan kembali sebagai laba ditahan (*retained earnings*). Pada umumnya, keuntungan bersih dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali. Artinya manajemen harus membuat keputusan berapa besar bagian yang harus dibagikan dalam bentuk dividen. Keputusan ini disebut sebagai kebijakan dividen. Pembagian dividen sering dikaitkan kepada kemakmuran pemegang

saham sedangkan laba ditahan digunakan sebagai biaya pertumbuhan perusahaan itu sendiri. Jadi seperti menjadi sebuah *trade-off* jika presentase pembayaran dividen lebih tinggi maka secara relatif dana untuk membiayai pertumbuhan perusahaan rendah, dan sebaliknya. Kebijakan dividen diukur dengan *Dividen Payout Ratio* (DPR). *Dividen Payout Ratio* (DPR) merupakan rasio hasil perbandingan antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham.

Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan struktur modal yang diukur menggunakan *debt to equity ratio* (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya dengan modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. Semakin rendah nilai DER, maka semakin tinggi beban/risiko yang mampu ditanggung perusahaan dalam membayar utang sehingga meningkatkan kepercayaan investor. Nilai DER yang rendah akan membuat investor merasa memiliki asuransi dari risiko gagal bayar terhadap utang sehingga saham perusahaan akan banyak diminati dan menjadikan permintaan saham meningkat. Permintaan saham yang tinggi akan membuat harga saham naik dan nilai perusahaan juga akan meningkat.

Penelitian yang dilakukan Rizqia *et al.* (2014) menyatakan bahwa antara struktur modal dengan nilai perusahaan terdapat pengaruh yang positif. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan Yuniati *et al.* (2016) dimana struktur modal secara parsial terhadap nilai perusahaan menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dan berarah positif. Serta dalam penelitian Kusumajaya (2011) memperoleh hasil positif dan signifikan antara struktur modal terhadap nilai perusahaan. Adanya pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, didukung oleh *trade off theory* dimana meningkatnya rasio utang pada struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas dan hasil-hasil penelitian sebelumnya, hipotesis pertama yang diajukan:

H₁: Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Salah satu tujuan investor adalah mendapatkan dividen. Artinya, banyak tidaknya dividen yang dibagi juga menjadi faktor penentu nilai perusahaan. Bhattacharya (1979) pertama kali mencetuskan teori bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan dimasa mendatang. Jadi, kebijakan dividen bisa mempengaruhi nilai perusahaan. Wijaya *et al.* (2010) juga menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap 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. Lestari (2013) dalam penelitiannya menunjukkan

pengaruh yang positif serta signifikan dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat tercermin dari kemampuan perusahaan tersebut untuk membayarkan dividen. Pembayaran dividen yang tinggi merupakan sinyal bagi investor, tingginya nilai perusahaan dipengaruhi oleh tingginya pembayaran dividen, ketika pembayaran dividen yang dilakukan tinggi sehingga harga saham akan tinggi dan berdampak terhadap meningkatnya nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Prastuti dan Sudiarta (2016), juga menemukan bahwa dividen berpengaruh positif dan signifikan 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. Berdasarkan penjelasan di atas dan hasil-hasil penelitian sebelumnya, hipotesis kedua yang diajukan:

H₂: Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini yang menjadi populasi adalah populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015 sesuai publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling*. Perusahaan yang dijadikan sampel harus memenuhi kriteria berikut: Merupakan perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI periode tahun 2013 sampai 2015 dengan pengklasifikasian ICMD, perusahaan yang baru melakukan IPO (*Initial Public Offering*) selama periode penelitian tidak dimasukkan dalam penelitian, menerbitkan laporan keuangan secara lengkap dari tahun 2013-2015 berturut-turut dan tidak memiliki ekuitas yang negatif dari periode 2013 sampai dengan 2015. Berdasarkan kriteria sampel penelitian, maka dipilih sebanyak 12 perusahaan yang memenuhi syarat untuk dijadikan sampel dalam penelitian.

Metode analisis data yang digunakan untuk mengolah data penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + e$$

Keterangan:

Y : Nilai Perusahaan

α : konstanta

β_1 : koefisien regresi Struktur Modal

β_2 : koefisien regresi Kebijakan dividen

X₁ : Variabel Struktur Modal

X₂ : Variabel Kebijakan dividen

e : Error Term, yaitu tingkat kesalahan penduga dalam penelitian

Nilai perusahaan diukur dengan *price book value* merupakan rasio harga perlembar saham dengan nilai buku perlembar saham. Struktur modal diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) merupakan perbandingan antara total utang terhadap modal sendiri. Kebijakan dividen diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) merupakan perbandingan antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham perusahaan.

PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif selengkapnya dapat dilihat pada tabel 2 di bawah ini. Nilai perusahaan yang diukur dengan *price book value* merupakan rasio harga perlembar saham dengan nilai buku perlembar saham. Tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai rata-rata nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015 sebesar 10,1544% dan standar deviasi sebesar 17,67451% dimana nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-ratanya. Kondisi ini menunjukkan adanya fluktuasi nilai perusahaan yang besar pada perusahaan manufaktur yang menjadi sampel. Dalam Tabel 1 juga dapat dilihat nilai terendah 0.30% dan nilai tertinggi 72.71%. Hal ini menunjukkan sebagian besar perusahaan manufaktur memiliki nilai perusahaan yang positif yang diukur dengan *price book value*.

Nilai rata-rata struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015 sebesar 0.9675% dan standar deviasi 0.91626%, dimana standar deviasinya lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan fluktuasi struktur modal yang kecil pada perusahaan manufaktur yang menjadi sampel. Nilai struktur modal terendah sebesar 0.16% dan nilai tertinggi 4.01%. Hal ini menunjukkan sebagian besar perusahaan manufaktur menggunakan utang sebagai sumber pendanaannya.

Nilai rata-rata kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015 sebesar 0,4333% dan standar deviasi sebesar 0,35489% dimana nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan fluktuasi kebijakan dividen yang kecil pada perusahaan manufaktur yang menjadi sampel. Dalam Tabel 1 juga dapat dilihat nilai terendah 0.00% dan nilai tertinggi 1.63%.

Tabel 1: Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PBV	36	.30	72.71	10.1544	17.67451
SM	36	.16	4.01	.9675	.91626
KD	36	.00	1.63	.4333	.35489
Valid N (listwise)	36				

Sumber: Pengolahan data SPSS 20, 2017

Pengujian Hipotesis:

Analisis Regresi Linier Berganda

Tabel 2 di bawah ini menunjukkan bahwa nilai R² sebesar 0,399, hal ini berarti bahwa 39,9% yang menunjukkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel struktur modal dan kebijakan deviden. Sisanya sebesar 60,1% dipengaruhi oleh variabel lain yang belum diteliti dalam penelitian ini.

Tabel 2: Koefisien Determinasi (R²)

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.658 ^a	.434	.399	.04946

a. Predictors: (Constant), KD, SM

b. Dependent Variable: PBV

Sumber: Pengolahan data SPSS 20, 2017

Berdasarkan hasil uji Anova atau uji kelayakan model pada tabel 3 di bawah ini terlihat bahwa nilai F sebesar 12,629 dan nilai signifikansi sebesar 0.000. Dengan demikian, model yang diajukan berdasarkan tinjauan teoretis sebelumnya layak untuk digunakan pada penelitian, dan selanjutnya dapat dilanjutkan untuk pengujian secara parsial.

Tabel 3: Uji Kelayakan Model (F)

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.062	2	.031	12.629	.000 ^b
	Residual	.081	33	.002		
	Total	.143	35			

a. Dependent Variable: PBV

b. Predictors: (Constant), KD, SM

Sumber: Pengolahan data SPSS 20, 2017

Pengujian parsial atau uji t di lakukan untuk mengetahui penerimaan atau penolakan terhadap kedua hipotesis yang telah diajukan sebelumnya. Pengaruh variabel struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Mengingat penelitian ini konsisten menggunakan *confidence level* 95%, sehingga secara statistik yang tergambar pada tabel 4 variabel kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan satu variabel independen lainnya berpengaruh, yaitu struktur modal berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Tabel 4: Uji Parsial (t)

Model	Coefficients ^a				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.025	.017		1.467	.152
SM	.042	.009	.605	4.547	.000
KD	-.032	.024	-.176	-1.321	.196

a. Dependent Variable: PBV

Sumber: Pengolahan data SPSS 20, 2017

Mengingat penelitian ini konsisten menggunakan *confidence level* 95%, sehingga secara statistik yang tergambar pada tabel 4 variabel kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan satu variabel independen lainnya berpengaruh, yaitu struktur modal berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hasil pengujian pada tabel 4 di atas yang diinterpretasi adalah nilai kolom B, baris pertama menunjukkan konstanta (α) dan baris selanjutnya menunjukkan konstanta variabel independen. Dengan demikian dapat disusun persamaan linier berganda sebagai berikut:

$$Y = 0,025 + 0,042 X_1 + -0,032 X_2 + e$$

Hasil pengujian hipotesis secara statistik menunjukkan bahwa koefisien regresi variabel struktur modal 0.042 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,00 yang lebih kecil dari 0,05, maka hipotesis pertama diterima. Ini berarti struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Struktur modal merupakan kombinasi utang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Kombinasi yang tepat antara utang dan ekuitas diharapkan dapat meningkatkan profitabilitas. Struktur modal dalam penelitian ini diukur dengan *debt to equity ratio*, dimana DER merupakan perbandingan total utang jangka panjang dengan total modal. Hasil penelitian ini berarti bahwa peningkatan dan penurunan pengambilan utang jangka panjang dalam struktur modal perusahaan berpengaruh searah terhadap nilai laba bersih. Peningkatan utang akan mempengaruhi besar kecilnya laba bagi perusahaan, yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi semua kewajibannya. Teori *trade off* juga menyebutkan bahwa apabila terjadi penambahan utang, akan menyebabkan meningkatnya nilai perusahaan. Dengan demikian, hal yang dapat dilakukan oleh manajer keuangan adalah hati-hati dalam menetapkan struktur modal perusahaan dengan tujuan akan dapat mengoptimalkan nilai perusahaan.

Variabel kebijakan dividen dengan koefisien regresi sebesar -0.032 dan tingkat signifikansi 0,196 yang lebih besar dari 0,05. Ini berarti kebijakan dividen berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. *Dividend irrelevance theory* adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen

perusahaan tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya.

Teori ini mengikuti pendapat Modigliani dan Miller, mereka berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan resiko bisnisnya. Dengan perkataan lain, Modigliani dan Miller berpendapat bahwa nilai perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan itu dibagi diantara deviden dan laba yang ditahan (Brigham dan Houaton, 2001:66), 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.

PENUTUP

Berdasarkan hasil serangkaian pengujian dan analisis regresi linier berganda dapat disimpulkan bahwa model penelitian yang telah dibuat dapat digunakan untuk memprediksi nilai perusahaan. Variabel independen yaitu struktur modal menjadi faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan sementara kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Disarankan kepada perusahaan, penentuan struktur modal dengan menggunakan utang pada tingkat tertentu (sejauh manfaat lebih besar, tambahan utang masih diperkenankan) sebagai sumber pendanaanya dapat meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan yang positif menunjukkan kemampuan perusahaan dalam peningkatan aset memiliki potensi yang tinggi untuk menghasilkan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang.

Khusus bagi yang berminat meneliti pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, disarankan agar melakukan penelitian lanjutan dengan memperluas sampel perusahaan yang mencakup semua jenis perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini hanya menggunakan variabel struktur modal dan kebijakan dividen untuk mengetahui pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Disarankan kepada peneliti selanjutnya untuk meneliti variabel keuangan lainnya yang memiliki pengaruh lebih besar terhadap nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ambarwati, Sri Dwi A. 2010. *Manajemen Keuangan Lanjut*. Graha ilmu, Yogyakarta.
- Artini, Luh G. S. dan Anik Puspaningsih. 2011. Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 15(1): 66-75.

- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Erlangga, Jakarta.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston, 2009. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Buku Satu, Edisi Kesepuluh, Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto*. Salemba Empat, Jakarta.
- Fenandar, Raharja dan Surya. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal Of Accounting* 1(2) : 1-10.
- Himawan, Mey R. dan Yulius J. Christiawan. 2016. Pengaruh Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Sektor Manufaktur di Indonesia. *Business Accounting Review* 4 (1): 193-204.
- Kusumadilaga, Rimba. 2012. Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.
- Kusumajaya, Dewa Kadek Oka. 2012. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Pascasarjana Universitas Udayana, Denpasar.
- Mandasari, P. Y., Kamaliah dan Hanif, R. A. 2013. The Influence of Corporate Social Responsibility to Firm Value With Profitability and Leverage as a Moderating Variable (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2012). *Jurnal Ekonomi* 21(4): 1-20.
- Mardiyanthi, Ika 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.
- Meythi, Martusa, Riki dan Debbianita. 2012. Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan dengan Pertumbuhan Perusahaan sebagai Variabel Moderating. *Program Pendidikan Profesi Akuntansi*. Universitas Kristen Maranatha, Bandung.
- Michalski, G. 2008. Factoring and The Firm Value. *Economics and Organization* 5 (1): 31-38.
- 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* 8(9): 199-215.
- Okpara, Godwin Chigozie. 2010. AsyModigliani dan Milleretric Information and Dividen Policy in Emerging Markets : Empirical Evidence From Nigeria. *International Journal Of Economics And Finance* 2(4): 212-220.
- Prapaska, Godfred A dan Anastacia C Arko. 2013. Ownership Structure, Corporate Governance and Capital Structure Decisions Of Firm (Empirical Evidence From Ghana). *Studies in Economics and Finance* 26 (4): 246-256.
- Prasetyo, Lana Murdoko dan Santanu K. 2013. Pengaruh Struktur Modal dan kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan

Kohar, Pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen...

- Manufaktur Di BEI Tahun 2006-2008. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
- Prastuti Ni K. R. dan I G. M. Sudiarta. 2016. Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Unud* 5 (3): 1572-1598.
- Rizqia, Dwita A., Aisjah, S., and Sumiati. 2013. Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting* 4 (11): 120-130.
- Salvatore, Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat: Jakarta.
- Sari, O. T. 2013. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal* 2 (2): 1-7.
- Savitri, Enni, Ubud Salim, Armanu dan Djumahir. 2012. Variabel Anteseden dari Struktur Modal : Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen* 10(1): 85-96.
- Solikahan, E. Z., Ratnawati, K., dan Djawahir, A. H. 2013. Pengaruh Leverage dan Investasi terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen* 11(3).
- Sukirni, Dwi. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang; Analisis terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal* 1(2).
- 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.
- Wahyudi, U., dan H. P. Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Prosiding*. Simposium Nasional Akuntansi IX, Padang.
- Wijaya, L. R., Bandi, dan A. Wibawa. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Prosiding*. Simposium Nasional Akuntansi XIII, Purwokerto.