



STABILITY

Journal of Management & Business

Vol 4 No 2 Tahun 2021

ISSN :2621-850X E-ISSN : 2621-9565

<http://journal.upgris.ac.id/index.php/stability>



PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN, *LEVERAGE*, DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN *GROWTH OPPORTUNITY* SEBAGAI VARIABEL MODERATING (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2013-2017)

Prianca Ratri Nastiti ✉

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas PGRI, Semarang, Indonesia

Info Artikel

Sejarah Artikel:

Diterima : 2021-12-19

Disetujui : 2022-01-01

Dipublikasikan : 2022-01-18

Keywords:

Terdiri atas 3 sampai 5 kata dan/atau kelompok kata.

Ditulis sesuai urutan abjad

Antara kata kunci dipisahkan oleh titik koma (;).

Abstrak

Tujuan dari penelitian ini ialah untuk menguji pengaruh kebijakan dividen, leverage, dan kepemilikan institusional kepada nilai perusahaan. Teknik statistik yang dipakai dalam penelitian ini ialah moderated regression analysis dengan SPSS. Hasil yang diperoleh dari penelitian ini memperlihatkan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan, leverage berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Growth opportunity memperkuat pengaruh kebijakan dividen dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan secara independen terhadap nilai perusahaan yang dicari dengan Tobin's Q sebagai variabel dependen. Penelitian ini memakai growth opportunity sebagai variabel moderating. Penelitian ini memakai data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini memakai sampel 199 perusahaan manufaktur yang berada di Bursa Efek Indonesia pada periode 2013 - 2017. Teknik pengumpulan data dengan metode purposive sampling.

***THE EFFECT OF DIVIDEND, LEVERAGE, AND INSTITUTIONAL OWNERSHIP
POLICY ON COMPANY VALUE WITH GROWTH OPPORTUNITY AS A
MODERATING VARIABLE (STUDY ON MANUFACTURING COMPANIES
LISTED ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE 2013-2017 PERIOD)***

Abstract

Keywords: moderated
regression analysis;
nilai perusahaan;
Tobin's Q

The purpose of this study was to examine the effect of dividend policy, leverage, and institutional ownership on firm value. The statistical technique used in this study is regression analysis moderated by SPSS. The results obtained from this study are that dividend policy and institutional ownership have a positive and significant effect on firm value, leverage has a negative effect on firm value. Growth opportunities strengthen the influence of dividend and institutional value policies on companies independently of the company value sought with Tobin's Q as the dependent variable. This study uses growth opportunities as a moderating variable. This study uses secondary data obtained from the Indonesia Stock Exchange (IDX). This study used a sample of 199 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in the period 2013 - 2017. The data collection technique was purposive sampling method.

✉Alamat korespondensi :
Jl. Sidodadi Timur Nomor 24 – Dr Cipto
Semarang-Indonesia 50125
Kampus UPGRIS
email : fifiendah@umkudus.ac.id

ISSN
2621-850X (cetak)
2621-9565 (online)

PENDAHULUAN

Sasaran utama dibentuknya sebuah perusahaan salah satunya yaitu supaya pemilik perusahaan dan investor-investornya mendapat kemakmuran. Nilai perusahaan ialah salah satu dari sekian cara untuk menggambarkan tingkat kemakmuran perusahaan. Nilai perusahaan merupakan harga saham perusahaan yang salah satunya dapat diukur dengan Tobin's Q, makin tingginya harga saham makin menampakkan banyaknya nilai perusahaan tersebut (Ghalandari, 2013). Terdapat variabel-variabel yang berefek terhadap nilai perusahaan, misalnya ialah kebijakan dividen, *leverage*, dan kepemilikan institusional.

Torre et al (2007) serta Iturriaga dan Crisostomo (2010) ketiga peneliti tersebut membuat penelitian yang menyimpulkan bila kebijakan dividen punya efek bagi nilai perusahaan. Suatu kebijakan dividen bisa saja berubah karena pengaruh oleh kreditur dan investor juga pendanaan perusahaan yang caranya mengamankan modal yang kira-kira dibutuhkan. Erasmus (2013) pada penelitiannya mengatakan jika kestabilan pembayaran dividen ialah sesuatu yang amat penting bagi perusahaan dan harus diperhatikan selain tingkat pemberian dividen. Apabila hal-hal tersebut tidak ditanggulangi dapat menyebabkan hilangnya atau perginya investor yang berpotensi.

Rizqia dan Sumiati (2013) dalam penelitiannya yang berhubungan dengan *leverage* dan nilai perusahaan mengungkapkan bahwa *leverage* ialah suatu alat yang bisa digunakan perusahaan yang perannya mengawasi masalah keagenan karena bisa menambahkan nilai perusahaan dengan mengurangi masalah keagenan yang kerap terjadi pada perusahaan. Modigliani dan Miller (1963) mengatakan kalau *leverage* bisa menambah nilai perusahaan dengan mengurangi pajak. Jadi dengan penggunaan *leverage* yang optimal akan meningkatkan nilai perusahaan.

Rostami (2015) penelitiannya mengungkapkan jika struktur kepemilikan ialah sebuah faktor penting bagi tata kelola perusahaan sebab tata kelola perusahaan bersangkutan dengan penentuan peghargaan, insentif, juga hal yang menyangkut hak manajer. Salah satu struktur kepemilikan yang penting ialah kepemilikan institusional. Aditya dan Supriyono (2015) mengungkapkan bahwa kepemilikan institusional ialah saham yang beberapa persennya dikuasai dan dipunyai berbagai institusi. Adanya kepemilikan institusional pada perusahaan bisa menambah manfaat dari pengawasan eksternal terhadap manajer perusahaan supaya makin optimal.

Harahap dan Wardhani (2012) menyatakan bahwa terdapat satu hal atau komponen yang tidak kalah penting lainnya yang juga berhubungan dengan nilai perusahaan. Faktor itu ialah *growth opportunity* yaitu sebuah kesempatan investasi yang dipunyai perusahaan. *Growth opportunity* ini memberikan satu petunjuk jika nilai dari perusahaan tergantung pada biaya yang dipakai perusahaan di masa kedepannya. Perusahaan yang mempunyai *growth opportunity* memperlihatkan adanya harapan perusahaan di masa depan yang bisa dibidang cerah dan berdampak bagus dan tidak negatif yang tampak dari harga sahamnya.

Situasi sektor manufaktur di Indonesia dalam periode tahun 2013 sampai 2017 kondisinya fluktuatif dan berubah-ubah dilihat dan diamati lewat nilai perusahaan yang diperlihatkan dari tobin's q. Kondisi tersebut dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 1
Keadaan Perusahaan Manufaktur di Indonesia
Tahun 2013

| Tahun | Tobin's Q | DPR (Dividend Payout Ratio) | Leverage | Kepemilikan Institusional | Growth Opportunity |
|--------------|------------------|------------------------------------|-----------------|----------------------------------|---------------------------|
| 2013 | 1,93% | 26% | 26,54% | 48,52% | 2,74% |
| 2014 | 1,88% | 26% | 28,37% | 50,54% | 2,82% |
| 2015 | 1,63% | 25% | 28,83% | 46,85% | 2,14% |
| 2016 | 1,90% | 27% | 26,77% | 45,93% | 2,82% |
| 2017 | 1,99% | 31% | 25,97% | 41,29% | 3,83% |

Data di atas memperlihatkan jika nilai perusahaan yang digambarkan lewat Tobin's Q menampilkan jika terjadi adanya persentase yang turun di tahun 2014 dan 2015 sejumlah 1,88% dan 1,63%. Artinya bisa mengindikasikan di tahun 2014 dan 2015 banyaknya pemilik saham yang berinvestasi di Bursa Efek Indonesia menurun. *Leverage* yang menunjukkan tingkat utang perusahaan menunjukkan bahwa utang yang dimiliki perusahaan bertambah di tahun 2014 sejumlah 28,37% dan yang paling tinggi pada tahun 2015 sejumlah 28,83%. Artinya di tahun 2015 merupakan angka *leverage* tertinggi dalam jangka 5 tahun penelitian. Data yang berkaitan dengan kepemilikan institusional memperlihatkan angka yang fluktuatif.

Kepemilikan institusional tertinggi terjadi di tahun 2014 sejumlah 50,54% dan terendah di tahun 2017 sejumlah 41,29%. Sementara itu, kepemilikan institusional ini memperlihatkan pengawasan perusahaan dari pihak luar perusahaan. Sementara itu, *growth opportunity* yang diukur dengan total aset tahun t dikurangi total aset tahun t minus 1 dibagi total aset tahun ini memperlihatkan presentase yang berfluktuatif. Angka tertinggi ditunjukkan pada tahun 2017 sebesar 3,83% dan angka terendah pada tahun 2015, yaitu sebesar 2,14%. Dari data diatas dapat diiferensikan jika di tahun 2015 ialah tahun yang mana mayoritas variabel mengalami penurunan dibandingkan tahun-tahun lainnya. Hal tersebut ditunjukkan dengan tingginya *leverage*, rendahnya Tobin's Q, dan rendahnya *growth opportunity*.

Penelitian ini dikembangkan atas beberapa teori yang relevan. Teori-teori yang dipakai antara lain:

- a. *Theory of The Firm*, teori perusahaan ini menyatakan jika maksud utama terbentuknya perusahaan ialah supaya membuat menjadi maksimal nilai perusahaan itu sendiri (Tirole dan Holmstrom, 1987).
- b. *Dividend Irrelevance Theory* (Modigliani dan Miller, 1961), teori ini ialah teori paling sering dipakai yang menyangkut tentang kebijakan dividen di perusahaan. Modigliani dan Miller mengatakan bila kapasitas perusahaan dalam menghasilkan uang dan segala risiko kegiatannya yang dapat berefek pada nilainya.
- c. *Bird in The Hand Theory*, teori ini berkaitan dengan kebijakan dividen dan diciptakan oleh Myron Gordon (1963) serta John Lintner (1964) yang ialah respon dari *dividends irrelevance theory*. Gordon dan Lintner mengatakan jika dividen berpengaruh pada harga saham serta tingkah laku investor. Teori ini menyatakan dengan adanya pemberian dividen yang rendah dapat berefek yang membuat naiknya biaya modal. Selain itu dibandingkan *capital gain*, pembayaran dividen oleh para investor dianggap lebih memberi kepastian.

- d. *Tax Differential Theory* (Teori Preferensi Pajak), merupakan suatu teori yang bersangkutan dengan pajak ini mengungkapkan jika umumnya investor lebih memilih mendapatkan jumlah dividen yang tidak tinggi daripada mendapat jumlah dividen yang tinggi. Hal ini dikarenakan laba modal jangka panjang bisa memperoleh pajak yang nilainya di bawah 20% dilain hal laba dividen tarif efektifnya terkena yang lebih tinggi (Litzenberger dan Ramaswamy, 1982).
- e. *Pecking Order Theory* (Teori Urutan Pendanaan), inti dari teori ini ialah mengungkapkan jika sumber biaya internal lebih disukai perusahaan sebagai opsi yang utama dan lalu menyelaraskan rasio pembagian dividen terhadap peluang investasi perusahaan (Myer, 1984).
- f. *Trade Off Theory*, adanya teori ini timbul karena pemikiran Modigliani dan Miller di tahun 1963 yang fokusnya di korelasi antara campuran modal dan juga nilai perusahaan. Teori *Trade-Off* ini intinya mengatakan dengan adanya penggunaan utang yang masih sesuai batas tertentu bisa meningkatkan nilai perusahaan (Modigliani dan Miller, 1963).
- g. *Signaling Hypothesis Theory*, Ross (1977) menyatakan jika pemegang saham bisa memprediksikan pembagian dividen yang nilainya meningkat merupakan suatu sinyal profitabilitas masa depan, maka dari hal itu pada respon positif, harga saham akan meningkat dan hal yang berkebalikan yang berakibatkan turunnya harga saham saat bereaksi negatif.
- h. *Agency Theory*, teori yang terbentuk oleh pemikiran dari Michael C. Jensen dan William H. Meckling (1976) ini mengatakankan jika ada interaksi keagenan yang melibatkan investor dengan agennya. Dapat terjadi bentrok kepentingan antara investor dengan agen yang menangan jalannya perusahaan. Investor bisa bertindak untuk meminimalisir terjadinya perbedaan keperluan dengan agen, salah satunya dengan membagikan insentif yang dinilai sesuai kepada agen serta juga melakukan pengawasan supaya agen tidak berbuat hal-hal yang menyimpang yang bisa berefek untuk membuat rugi pemilik saham perusahaan.

Signaling hypothesis theory yang Ross (1977) temukan berisi mengenai investor yang kerap menyimpulkan bahwa meningkatnya pembagian dividen perusahaan merupakan tanda profitabilitas perusahaan di masa depan, hingga timbul adanya respon positif berupa harga saham yang mengalami kenaikan. *Bird in the hand theory* ialah teori yang muncul buah dari pemikiran dari Myron Gordon (1963) dan John Lintner (1964) mengungkapkan jika pemilik saham cenderung memilih pemberian dividen ketimbang *capital gain* karena dividen lebih bisa diprediksi dan memberikan kepastian.

Penelitian Rizqia dan Sumiati (2013) serta Ghalandari (2013) menyatakan bila kebijakan dividen bisa meningkatkan nilai perusahaan. Alasannya dikarenakan kebijakan dividen ialah gambaran dari harapan perusahaan di masa kedepannya yang menghasilkan laba. Khamis et al (2015) menyatakan bahwa dalam penelitiannya dividen bisa dipakai sebagai pemantau sebab bisa menghapuskan adanya biaya agensi karena hal tersebut membuat manajemen mencari sumber dana baru. Dari hasil penelitian terdahulu yang ada, maka hipotesis 1 dapat diformulasika sebagai berikut:

H1: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Trade off theory (Modigliani dan Miller, 1963) mengatakan jika *trade off* ialah pendapatan untung yang hasilnya dari pajak dengan menggunakan utang yang disertai adanya biaya yang timbul sebagai akibat utang. Teori ini mengatakan adanya hubungan positif diantara struktur modal pada hal ini yaitu *leverage* terhadap nilai perusahaan dengan memakai perhitungan yang optimal.

Rizqia dan Sumiati (2013) menyatakan adanya korelasi positif antara *leverage* dan nilai perusahaan. *Leverage* berguna sebagai pengawas dari eksternal perusahaan untuk meraih target perusahaan dan meningkatkan nilai perusahaannya. Hasil tes yang dilakukan Rizqia dan Sumiati (2013) sesuai pula dengan penelitian lainnya yang dilakukan Ruiz-Mallorquí dan Santana-Martin (2011) serta Bagus *et al* (2016). Dari hasil penelitian terdahulu yang ada, maka hipotesis 2 dapat diformulasikan sebagai berikut :

H2: Leverage berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Teori agensi yang menerangkan adanya masalah yang muncul antara investor dan agennya karena dibedakannya antara kontrol dan kepemilikan. Jika pihak yang terlibat bekerja demi keuntunga pribadi dapat menyebabkan bentrok kepentingan yang mengakibatkan timbulnya biaya agensi. Lin dan Fu 2017 berpendapat jika pemilik saham institusional ialah bagian tata kelola perusahaan yang memiliki peranan krusial untuk menaikkan nilai perusahaan, hal ini disebabkan karena pemilik institusional dinilai memiliki kapasitas dan insentif dalam perannya mengawasi manajer perusahaan dan mendisiplinkan.

Penelitian Alfaraih (2012) hasilnya menyatakan jika pemilik saham institusi bisa menguatkan kinerja perusahaan dengan memakai rasio Tobin's Q, hal ini memperlihatkan kontribusi yang kuat dan berefek yang diperankan oleh pemilik saham institusi sebagai bagian dari mekanisme tata kelola perusahaan. Temuan hasil penelitian Alfaraih ini sejalan dengan hasil tes yang sudah dikerjakan oleh Rostami (2015) dan juga Lin dan Fu (2017). Dari hasil penelitian terdahulu yang ada, maka hipotesis 3 dapat diformulasikan sebagai berikut:

H3: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

DeAngelo *et al* (2000) mengatakan jika *signaling theory* dapat menjelaskan efek dari *growth opportunity* yang ada pada kebijakan dividen pada nilai perusahaan yang memiliki *growth opportunity*. Hal ini didasari atas adanya asimetri informasi yang melibatkan manajer dan pemilik saham. Iturriaga dan Crisostomo (2010) mengatakan bahwa dengan *growth opportunity* ditemukan efek positif dividen terhadap nilai perusahaan. Penelitian mereka mempercayai bila dengan membagikan asimetri informasi dan *growth opportunity* (investasi), pemberian dividen oleh perusahaan bisa mengakibatkan kenaikan nilai perusahaan. Maka dari itu dalam perusahaan yang ada *growth opportunity* diharapkan terjadi reaksi positif antara dividen dan nilai perusahaan (Lopez-Iturriaga dan Crisostomo, 2010). Hasil penelitian itu juga sejalan dengan yang dikerjakan Ghalandari (2013). Dari hasil penelitian terdahulu, hipotesis 4 dapat diformulasikan sebagai berikut:

H4: Growth Opportunity memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Myers (1977) menyatakan bahwa *growth opportunity* berkaitan dengan terwujudnya tujuan perusahaan, juga memperkenalkan *Investment Opportunity Set* yang bisa dipakai untuk mengukur harapan perusahaan.

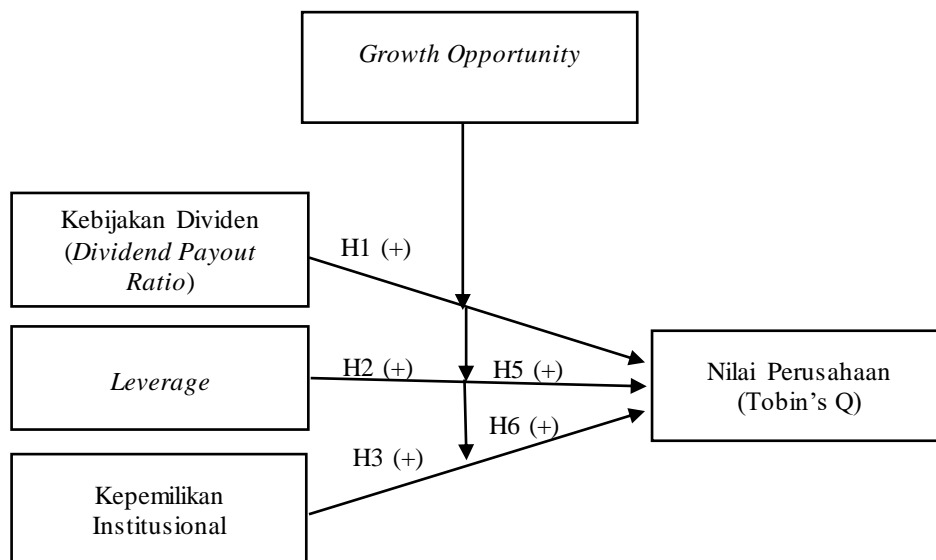
Perusahaan dengan *growth opportunity* yang besar memperlihatkan bahwa perusahaan tersebut prospek masa depannya menjanjikan, yang karena itu diharapkan bisa berefek positif pada harga saham. Adanya perubahan pada harga saham lebih dikarenakan adanya kemampuan untuk mendapatkan keuntungan dan *growth opportunity* yang banyak (Ludwina dan Harahap, 2012). Perusahaan dengan *growth opportunity* yang meningkat pesat cenderung memakai utang dalam jumlah yang lebih banyak daripada perusahaan dengan *growth opportunity* yang tumbuhannya tak cepat. Terjadinya fenomena itu disebabkan perusahaan membutuhkan modal dana lebih yang fungsinya sebagai dana pertumbuhan perusahaan. Oleh karenanya, makin tingginya jumlah *growth opportunity* maka besarnya nilai utang perusahaan tentunya juga makin tinggi. Menurut teori itu *growth opportunity* berefek positif terhadap *leverage*. Dari hasil penelitian terdahulu yang ada, hipotesis 5 dapat diformulasikan sebagai berikut

H5: Growth Opportunity memoderasi pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Anlin dan Kao (2005) menunjukkan bahwa adanya struktur kepemilikan berefek pada investasi serta nilai perusahaan dengan penelitian terkait korelasi yang mengkaitkan struktur pemegang saham, penanaman modal dan nilai perusahaan memakai sampel sejumlah 500 sektor manufaktur yang terletak di Korea Selatan dan ditunjukkan dengan adanya hasil regresi program Ordinary Least Squares (OLS). Hasil penelitian Lopez-Iturriaga dan Crisostomo (2010) meyakini bila *growth opportunity* memiliki efek pada kapasitas pemilik saham utama saat pengambilan dana dari pemegang saham yang lebih kecil. Pada penelitiannya, mereka menyatakan kesimpulan jika terjadi korelasi non linear yang menghubungkan struktur pemegang saham dan nilai perusahaan dengan *growth opportunity* yang akan menaikkan korelasi non linear ini. Dari adanya hasil uji yang sejenis (Dyck dan Zingales, 2004; Lopez-Iturriaga dan Crisostomo, 2010; Ghalandari, 2013), maka diharapkan terjadi korelasi tidak linear yang mengkaitkan struktur pemegang saham dan nilai perusahaan dengan munculnya tanda positif sebab karena pengambil alihan biaya dari pemilik saham kecil) dan *growth opportunity* mempunyai dampak signifikan pada adanya korelasi ini. Dari hasil penelitian terdahulu yang ada, hipotesis 6 dapat diformulasikan sebagai berikut

H6: Growth Opportunity memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

**Gambar 1
Model Kerangka Peneliti**



METODE

Variabel Penelitian

Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

Variabel dependen yang dipakai untuk pegujian pada penelitian ini ialah nilai perusahaan yang dirumuskan memakai Tobin's Q (Alfaraih, 2012). Hitungan yang digunakan ialah:

$$TOQ = \frac{MVEi + BVDi}{BVAi}$$

Dimana :

TOQ : Rasio/persamaan Tobin's Q

MVEi : Jumlah market value dibagi nilai pasar

BVDi : Jumlah *debt* dibagi nilai utang

BVAi : Jumlah aset dibagi dengan aktiva

Kebijakan Dividen

Hitungan untuk mengukur kebijakan dividen di uji ini ialah perbandingan antara laba bersih yang didapatkan perusahaan dengan dividen yang diberikan pada pemilik saham yang diketahui dengan istilah *dividend payout ratio* (DPR). Dengan adanya penjabaran ini sesuai dengan definisi yang digunakan dalam penelitian Basri dan Indriyo (2012). Hitungan yang digunakan yaitu:

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

Leverage

Leverage menggambarkan mampunya perusahaan untuk memanfaatkan aktiva dalam mengoptimalkan nilai perusahaan dengan adanya harapan benefit yang didapat lebih tinggi dari biaya tetap hingga bisa menambahkan imbal laba hasil untuk pemilik perusahaan. Pada penelitiannya Paramasivan et al (2009) mengatakan jika *leverage* bisa digunakan sebagai ukuran kewajiban jangka panjang di sebuah perusahaan.

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

Kepemilikan Institusional

Dalam penelitiannya Nuraina (2012) mengatakan jika investor institusional yang menjadi pengawas pada perusahaan bisa dijadikan sebagai jaminan kemajuan investornya. Hitungan yang digunakan untuk mengukur kepemilikan institusional ialah:

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham institusional}}{\text{Total saham yang beredar}}$$

Growth Opportunity

Growth opportunity yang kata lainnya peluang investasi menunjukkan sebuah ilustrasi yang dinilai lebih mendalam tentang nilai perusahaan (Myers, 1977). Pada penelitian ini memakai proksi yaitu berupa *asset growth*; menunjukkan kenaikan aktiva setiap tahun, memakai rasio:

$$GRO = \frac{\text{Total Aset tahun } t - \text{Total Aset tahun } t-1}{\text{Total Aset tahun } t}$$

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini ialah seluruh perusahaan manufaktur di Indonesia yang ada di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017. Digunakannya sektor manufaktur sebab sektor manufaktur berperan signifikan untuk perekonomian Indonesia karena bidangnya yang luas. Dipilihnya sampel dengan memakai metode *purposive sampling* dengan beberapa kriteria yaitu a) perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2013- 2017, b) dengan konsisten atau berkelanjutan menampilkan laporan kinerja tahunan serta laporan keuangan tahunan pada periode 2013-2017 c) Pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan selama tahun 2013-2017. Didapatkan sampel sebanyak 525 perusahaan yang sesuai dengan kriteria dari total ada 627 populasi perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia di tahun 2013 sampai 2017.

Metode Analisis

Pengujian hipotesis yang dikerjakan pada penelitian ini memakai cara moderasi yang diregresi pada SPSS atau *moderated regression analysis* (MRA) karena digunakannya variabel moderasi. Penerapan model *moderated regression analysis* yang ada di penelitian ini ialah:

Model 1:

$$\text{Tobin's } Q = \alpha + \beta_1\text{DPR} + \beta_2\text{LEV} + \beta_3\text{KI} + \beta_4\text{GRO} + \varepsilon$$

$$\text{Model 2: Tobin's } Q = \alpha + \beta_1\text{DPR} + \beta_2\text{LEV} + \beta_3\text{KI} + \beta_4(\text{DPR}*\text{GRO}) + \beta_5(\text{LEV}*\text{GRO}) + \beta_6(\text{KI}*\text{GRO}) + \varepsilon$$

Dimana:

Tobin's Q : nilai perusahaan

DPR : kebijakan dividen

LEV : *leverage*

KI : kepemilikan institusional

GRO : *growth opportunity*

DPR*GRO : variabel interaksi antara DPR dengan GRO

LEV*GRO : variabel interaksi antara LEV dengan GRO

KI*GRO : variabel interaksi antara KI dengan GRO

Hasil dan Pembahasan

Deskripsi Objek Penelitian

Penelitian ini memakai objek berupa sektor manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2017. Dari total 627 perusahaan, ditemukan sampel sejumlah 199 perusahaan dengan memakai *purposive sampling* berdasarkan kategori yang sesuai di penelitian ini. Pada perusahaan yang tidak sesuai dengan kategori itu akan dieliminasi dari sampel penelitian.

Banyaknya perusahaan yang sesuai dengan kategori yang sudah ditetapkan dengan *purposive sampling* ialah sejumlah 498 perusahaan. Namun, melalui analisis SPSS didapatkan 299 perusahaan yang ialah data *outlier*. Pengertian dari data *outlier* itu ialah data yang nilainya berbeda dari data lainnya dan angkanya cenderung ekstrim, karakternya juga tergolong unik (Ghozali, 2011). Total sampel yang didapatkan ialah sejumlah 199 perusahaan setelah mengeleminasi data outlier

Statistik Deskriptif

Tabel 2

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|---------------------------|-----|---------|---------|---------|----------------|
| Kebijakan Dividen | 199 | 0,68 | 138,56 | 32,9660 | 21,88051 |
| Leverage | 199 | 0,11 | 64,52 | 25,5378 | 16,30053 |
| Kepemilikan Institusional | 199 | 0,00 | 96,91 | 47,8950 | 30,87018 |
| Growth Opportunity | 199 | 0,10 | 6,01 | 1,5289 | 1,18036 |
| Nilai Perusahaan | 199 | 0,37 | 3,34 | 1,3130 | 0,62337 |

Hasil Statistik Deskriptif

Melalui tabel 2 dapat diketahui seluruh hasil statistik deskriptif yang ada di setiap variabel pengujian. Pada variabel kebijakan dividen, memperlihatkan jika mempunyai nilai minimum 0,68 yang ada di PT Pan Brothers Tbk di tahun 2014 serta nilai maksimumnya 138,56 di PT Indocement Tunggul Prakasa Tbk di tahun 2017, nilai tengah atau *mean* nya 32,9660, dimana 21,88051 merupakan standar deviasinya.

Untuk variabel independen *leverage* memperlihatkan jika nilai statistik deskriptifnya masing-masing yaitu 0,11 untuk nilai minimal pada PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk di tahun 2016, 64,52 untuk nilai maksimumnya pada PT Indomobil Sukses Tbk di tahun 2016, nilai tengah atau *mean* nya 25,5378 , dimana 16,30053 merupakan standar deviasinya.

Untuk variabel independen kepemilikan institusional memperlihatkan jika nilai statistik deskriptifnya masing-masing yaitu 0,00 untuk nilai minimal pada PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk di tahun 2016, 96,91 untuk nilai maksimumnya pada PT Sepatu Bata di tahun 2013, nilai tengah atau *mean* nya 47,8950, dimana 30,87018 merupakan standar deviasinya.

Untuk variabel *moderating growth opportunity* memperlihatkan jika nilai statistik deskriptifnya masing-masing 0,10 untuk nilai minimal pada PT Pabrik Kertas Twiji Kimia Tbk di tahun 2015, 6,01 untuk nilai maksimumnya pada PT Mayora Indah Tbk 2016, nilai tengah atau *mean* nya 1,5289, dimana 0,62337 merupakan standar deviasinya.

Hasil Uji Hipotesis

Tabel 3
Hasil Uji Hipotesis Model Pertama

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|---------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| (Constant) | 0,845 | 0,118 | | 7,135 | 0,000 |
| 1 Kebijakan Dividen | 0,014 | 0,002 | 0,490 | 8,120 | 0,000 |
| Leverage | -0,005 | 0,002 | -0,142 | -2,390 | 0,022 |
| Kepemilikan Institusional | 0,003 | 0,001 | 0,152 | 2,544 | 0,012 |

Persamaan regresi yang sesuai dengan model penelitian pertama ini menurut hasil uji statistik t ialah :

$$\text{Tobin's } Q = 0,845 + 0,014 \text{ Kebijakan Dividen} - 0,005 \text{ Leverage} + 0,003 \text{ Kepemilikan Institusional}$$

Rumusan dari hipotesis 1 (H1) mengatakan jika kebijakan dividen berefek positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Tabel 4 menampakkan hasil pengtesan bahwa nilai t positif mengartikan bahwa kebijakan dividen mempunyai dampak untuk meningkatkan terhadap nilai perusahaan. Tingkat signifikansi kebijakan dividen ialah 0,000 yang angkanya kurang dari 0,05 yang mengartikan jika variabel kebijakan dividen berefek positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dari hasil uji tersebut, dapat diinferensikan jika **hipotesis satu (H1) diterima**.

Rumusan hipotesis 2 (H2) mengatakan jika *leverage* berefek negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Tabel 3 menampakkan hasil pengtesan bahwa nilai t pada variabel independen *leverage* yang angkanya negatif artinya bahwa *leverage* punya dampak yang negatif terhadap nilai perusahaan. Tingkat signifikansi *leverage* ialah 0,022 yang angkanya kurang dari

0,05 yang mengartikan jika variabel *leverage* berefek negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dari hasil uji tersebut dapat diinferensikan jika **hipotesis dua (H2) diterima**.

Rumusan hipotesis 3 (H3) mengatakan jika kepemilikan institusional berefek positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Tabel 3 menampakkan hasil pengtesan nilai t angkanya positif artinya jika kepemilikan institusional punya dampak yang positif terhadap nilai perusahaan. Tingkat signifikansi kepemilikan institusional ialah 0,012 yang angkanya kurang dari 0,05 yang mengartikan jika variabel kepemilikan institusional berefek positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dari hasil uji tersebut dapat diinferensikan jika **hipotesis tiga (H3) diterima**.

Uji Hipotesis Model Kedua

Tabel 4
Hasil Uji Hipotesis Model Kedua

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|---------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 1,062 | 0,069 | | 15,328 | 0,000 |
| | Kebijakan Dividen | -0,005 | 0,002 | -0,185 | -2,711 | 0,007 |
| | Leverage | -0,005 | 0,002 | -0,139 | -3,096 | 0,002 |
| | Kepemilikan Institusional | 4,378E-6 | 0,001 | 0,000 | 0,004 | 0,997 |
| | DPR.GRO | 0,007 | 0,001 | 0,805 | 9,043 | 0,000 |
| | LEV.GRO | 0,001 | 0,001 | 0,085 | 1,607 | 0,110 |
| | KI.GRO | 0,001 | 0,001 | 0,193 | 2,335 | 0,021 |

Persamaan regresi yang sesuai dengan model penelitian kedua ini menurut hasil uji statistik t ialah

$$\text{Tobin's } Q = 1,602 - 0,005 \text{ Kebijakan Dividen} - 0,005 \text{ Leverage} - 0,000004378 \text{ Kepemilikan Institusional} + 0,007 \text{ (DPR.GRO)} + 0,001 \text{ (LEV.GRO)} + 0,001 \text{ (KI.GRO)}$$

Hipotesis 4 (H4) mengatakan jika kebijakan dividen yang punya *growth opportunity* sebagai variabel moderating (DPR.GRO) berefek positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q). Tabel 4 menampakkan hasil pengtesan nilai t yang angkanya positif maksudnya ialah *growth opportunity* menguatkan

pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Tingkat signifikansi (DPR.GRO) kebijakan dividen dengan *growth opportunity* sebagai variabel moderating yaitu 0,000 yang kurang dari 0,05 yang artinya ialah *growth opportunity* menguatkan efek kebijakan dividen atas nilai perusahaan secara signifikan. Dari hasil uji tersebut, bisa diinferensikan jika **hipotesis empat (H4) diterima**.

Hipotesis 5 (H5) mengatakan jika *leverage* yang punya *growth opportunity* sebagai variabel moderating (LEV.GRO) berefek positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q). Tabel 4 menampakkan hasil pengtesan nilai t pada variabel *leverage* memakai *growth opportunity* sebagai variabel moderating (LEV.GRO) nilai t yang angkanya positif

maksudnya ialah *growth opportunity* menguatkan pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan. Tingkat signifikansi (LEV.MBV) *leverage* memakai *growth opportunity* sebagai variabel moderating yaitu 0,110 yang kurang dari 0,05 yang artinya ialah *growth opportunity* memperkuat pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan secara tidak signifikan. Dari hasil uji tersebut, bisa diinferensikan jika **hipotesis lima (H5) ditolak**.

Hipotesis 6 (H6) mengatakan jika kepemilikan institusional yang punya *growth opportunity* sebagai variabel moderating (KI.GRO) berefek positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q). Tabel 4 menampilkan hasil pengujian nilai t pada variabel kepemilikan institusional memakai *growth opportunity* sebagai variabel moderating (KI.GRO) nilai t yang angkanya positif maksudnya ialah *growth opportunity* menguatkan pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Tingkat signifikansi (KI.GRO) kepemilikan institusional memakai *growth opportunity* sebagai variabel moderating yaitu 0,021 yang kurang dari 0,05 yang artinya ialah *growth opportunity* memperkuat pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan secara signifikan. Dari hasil uji tersebut, bisa diinferensikan bahwa **hipotesis enam (H6) diterima**.

Pembahasan

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 3 memperlihatkan jika dengan adanya kebijakan dividen akan menaikkan nilai perusahaan, hasil tes tersebut membuat bukti jika hipotesis 1 yang berisi kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan signifikansinya diterima. Ross (1977) dalam teori yang dibuatnya yaitu *signaling hypothesis theory* mengatakan jika pemberian dividen memiliki dampak menambah nilai perusahaan. Bila dividen yang dibayarkan makin tinggi, akan berefek pula pada pasar dan nilai perusahaan dan berlaku juga pada hal sebaliknya. Pada *bird in the hand theory* yang diungkapkan Myron Gordon (1963) dan juga John Lintner (1964) dikatakan jika dividen lebih mudah diperkirakan sebab dinilai lebih memunculkan kepastian daripada *capital gain*. Temuan yang ada di penelitian ini sesuai pula oleh penelitian yang sudah dikerjakan Ghalandari (2013), Rizqia dan Sumiati (2013), dan juga Khami et al (2015).

Pengaruh Leverage terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 3 memperlihatkan hasil hipotesis jika *leverage* melemahkan secara signifikan pada nilai perusahaan. Berdasarkan hasil itu terbukti bahwa hipotesis 2 ditolak. Hasil ini didukung dengan *trade off theory* (Modigliani dan Miller, 1963) yang menggambarkan adanya kelengahan akan perlindungan pajak atas utang dan adanya potensi kesulitan keuangan. Selain itu, dengan timbulnya utang juga memperlihatkan tanda bahaya yang ialah biasa melemahkan kinerja perusahaan karena bangkrut. Hasil uji tersebut di atas sejalan dan didukung penelitian yang telah dikerjakan oleh Mule dan Mukras (2015), Yazdanfar dan Ohman (2015), dan juga Fosun et al (2016).

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 3 memperlihatkan hasil uji jika kepemilikan institusional menambah secara signifikan pada nilai perusahaan. Dari hasil tersebut mengartikan jika hipotesis 3 yang isinya kepemilikan institusional secara positif dan signifikan berdampak pada nilai perusahaan diterima. Pada teori keagenan menerangkan tentang kemungkinan munculnya konflik sebab

keperluan yang berbeda yang melibatkan pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Konflik ini muncul karena terjadinya selisih paham antara kontrol dan kepemilikan. Bila setiap pihak mementingkan keperluannya sendiri-sendiri maka muncullah biaya agensi. Berdasarkan temuan tersebut terdapat penelitian-penelitian lainnya yang mendukung seperti yang dilakukan oleh Alfaraih (2012) dan juga Lin dan Fu (2017).

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan *Growth Opportunity* sebagai Variabel Moderating

Tabel 4 menunjukkan hasil uji hipotesis yang hasilnya *growth opportunity* yang ialah variabel moderating meperkuat efek kebijakan divide pada nilai perusahaan dengan adanya signifikansi. Hasil itu membuktikan jika hipotesis 4 diterima. Hasil yang ada di pengujian ini sejalan dengan yang dilakukan oleh Iturriaga dan Crisotomo (2010) serta Ghalandari (2013) yang intinya adanya *growth opportunity* memperkuat kebijakan dividen pada nilai perusahaan. Yang artinya iakah dengan adanya *growth opportunity* bisa membawa dampak positif untuk perusahaan supaya bisa meningkatkan nilai perusahaannya. Untuk para investor adanya *growth opportunity* ini bisa memberikan harapan positif sebab ditaksirkan bisa memberikan return yang akan menguntungkan di masa depan.

Pengaruh *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan dengan *Growth Opportunity* sebagai Variabel Moderating

Tabel 5 memperlihatkan hasil uji yang meyakinkan jika *growth opportunity* sebagai variabel moderating menunjukkan hasil yang tidak signifikan ketika menguatkan pengaruh *leverag* terhadap nilai perusahaan. Dengan adanya hasil tersebut menyatakan jika hipotesis 5 yang isinya *growth opportunity* berperan sebagai variabel moderating tidak diterima karena tidak bisa memoderasi pengaruh *leverage* ke nilai perusahaan. Bukti yang didapatkan dari hasil tersebut ialah dengan *growth opportunity* yang dipunyai perusahaan belum tentu memastikan datangnya kepercayaan investor atau calon investor pada suatu perusahaan untuk menanamkan modalnya dengan adanya utang yang dimiliki perusahaan. Terjadinya hal ini dikarenakan menumpuknya utang perusahaan yang sulit diluansi perusahaan bisa berakibat pada kesulitan keuangan meskipun di perusahaan itu ada *growth opportunity*. Hasil ini berbeda atau kontras dengan hasil uji Harahap dan Wardhani (2012) dan Iturriaga dan Crisotomo (2010).

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dengan *Growth Opportunity* sebagai Variabel Moderating

Hasil uji yang ada di tabel 5 memperlihatkan efek *growth opportunity* yang ialah variabel moderating memiliki pengaruh yang menguatkan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan secara signifikan. Hasil ini memberikan bukti jika hipotesis 6 dengan hasilnya yang signifikan diterima. Tingkah laku manajer pada pengelolaa perusahaan susah dikerjakan secara bebas dikarenakan terdapat pantauan yang dimonitor oleh pihak investor. Pantauan ini dilakukan bertujuan untuk menanggulangi suatu penyimpangan yang bisa dibuat manajer yang berakibat pada menurunnya nilai perusahaan bila manajer tidak ada akses yang leluasa dalam membuat suatu keputusan. Hasil penelitian ini sejalan dengan Iturriaga dan Crisotomo (2010) serta Anlin dan Kao (2005)

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasar hasil uji variabel dan analisisnya serta pembahasan yang sudah dilakukan pada bab empat, dapat dibuat simpulan hasil uji hipotesis satu (H1) membuktikan jika DPR (*dividen payout ratio*) sebagai pengukuran kebijakan dividen secara signifikan bisa menaikkan nilai perusahaan (Tobin's Q), maka hipotesis 1 diterima. Hasil uji hipotesis dua (H2) membuktikan jika LEV (*leverage*) secara signifikan melemahkan nilai perusahaan (Tobin's Q), maka hipotesis 2 ditolak. Hasil uji hipotesis tiga (H3) membuktikan jika KI (kepemilikan institusional) secara signifikan menaikkan nilai perusahaan (Tobin's Q), maka hipotesis 3 diterima. Hasil uji hipotesis empat (H4) membuktikan jika DPR (*dividen payout ratio*) yang ialah hitungan dari kebijakan dividen secara signifikan menaikkan nilai perusahaan (Tobin's Q) dengan *growth opportunity* sebagai variabel moderating, maka hipotesis 4 diterima. Hasil uji hipotesis lima (H5) membuktikan jika LEV (*leverage*) secara signifikan punya pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) dengan *growth opportunity* sebagai variabel moderating. Simpulan yang ada dari hasil uji ini ialah efek *leverage* pada nilai perusahaan diperkuat oleh variabel moderating *growth opportunity* secara tidak signifikan maka hipotesis 5 ditolak. Hasil uji hipotesis enam (H6) membuktikan jika KI (kepemilikan institusional) secara signifikan punya efek positif terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) dengan *growth opportunity* sebagai variabel moderating, maka hipotesis 6 diterima.

Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian yang terkait mengenai pengaruhnya pada nilai perusahaan ada kemungkinan untuk dikembangkan. Untuk penelitian yang akan datang bisa dilakukan dengan menggunakan berbagai variabel bebas (independen) yang mempengaruhi nilai perusahaan, mengganti atau menambah variabel moderating yang bisa menguatkan efek variabel independen terhadap nilai perusahaan, sampel di dalam penelitian ini dapat ditambah di luar perusahaan manufaktur agar ada pandangan lain berkaitan tentang nilai perusahaan dan memakai proksi lainnya selain Tobin's Q.

DAFTAR PUSTAKA

- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., & Coffie, W. (2016). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter? *International Review of Financial Analysis*, 46(August 2018), 140–150. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.05.002>
- Iturriaga, F. J. L., & Crisóstomo, V. L. (2010). Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 46(3), 80–94. <https://doi.org/10.2753/ree1540-496x460306>
- Jensen, M., and W.H. Meckling, 1976, The theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economic* 3, No. 4 pg. 305-360.
- Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1982). The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects? *The Journal of Finance*, 37(2), 429–443. <https://doi.org/10.2307/2327346>
- Modigliani, Franco and Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and The Cost of Capital. *The American Economic Review*, 53, 433–443.

<https://doi.org/http://doi.org/10.2307/1809167>

Modigliani Franco and Miller H. Merton. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.

Ross, S. A. (1977). Determination of Financial Structure: the Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.

Ruiz-Mallorquí, M. V., & Santana-Martín, D. J. (2011). Dominant institutional owners and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 35(1), 118–129. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.07.020>

Tirole, J. (MIT), & Holmstrom, B. R. (MIT). (1987). The Theory of The Firm. *M.I.T Libraries*, May. [https://doi.org/10.1016/S1573-448X\(89\)01005-8](https://doi.org/10.1016/S1573-448X(89)01005-8)