

PENGARUH PROFITABILITAS DAN *LEVERAGE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEI TAHUN 2013

Arfian Fauzi¹ dan Nurmatias²
*arfian076@yahoo.com*¹, *nurmatias2011@gmail.com*²
Fakultas Ekonomi UPN “Veteran” Jakarta
Jl. R.S. Fatmawati Pondok Labu Jakarta-Selatan 12450

Abstract

This study was conducted to examine the effect of Profitability (ROE), Leverage (DER) and Dividend Policy (DPR) on Firm Value (PBV) of listed companies in the ISE period 2013. The population in this study is from whole companies which listed in ISE during 2013 period. Data is taken from the company's financial reports. Gained of total sample 50 companies. The analysis technique is using path analysis with multiple linear regression and single regression. Hypotesis test is using F test, t test, and R² test with level of significance 5%. The results showing that Profitability (ROE) has no significance influence on Dividen Policy (DPR), Leverage (DER) has significance influence on Dividend Policy (DPR). Profitability (ROE) has significance influence on Firm Value (PBV), Leverage (DER) and Dividend Policy has no significance influence on Firm Value (PBV). We suggest to investors in Indonesia Stock Exchange to notice another factors that influence the Firm Value (PBV) in making decision of investments. The Profitability variable (ROE) in this study has the most influence on Firm Value variable (PBV), which proven by smaller number of t-count than t-table and has significance number 0,000.

Keywords : Profitability (Return on Equity), Leverage (Debt to Equity Ratio), Dividend Policy (Dividend Payout Ratio), and Firm Value (Price to Book Value).

PENDAHULUAN

Perkembangan pasar modal membawa peranan yang cukup penting dalam kegiatan perekonomian. Bahkan pasar modal juga dapat dipandang sebagai salah satu barometer kondisi perekonomian suatu negara. Dalam dasawarsa terakhir ini, pasar modal di Indonesia mempunyai potensi dan peran yang sangat besar dalam perkembangan dunia bisnis. Seiring dengan berkembangnya dunia bisnis di Indonesia yang didukung oleh perkembangan pasar modal, maka masyarakat semakin memandang pasar modal sebagai salah satu sarana dalam menginvestasikan dana yang mereka miliki. Hal ini terbukti dengan semakin maraknya kegiatan di pasar modal. Salah satu instrumen yang menarik bagi investor untuk dijadikan objek investasi adalah saham.

Pasar modal di Indonesia, yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan tempat dimana saham diperjual belikan dan menjadi tempat terjadinya tawar menawar atas suatu harga efek atau saham suatu perusahaan. Harga yang terjadi di pasar modal tersebut merupakan harga pasar saham. Fungsi utama pasar modal adalah sebagai sarana untuk memobilisasi dana yang bersumber dari pihak yang memiliki kelebihan dana kepada pihak yang mengalami kekurangan dana. Pasar modal dapat menjadi salah satu sarana investasi bagi pihak yang memiliki kelebihan dana, baik investor lokal maupun asing. Pasar modal juga menjadi sumber pembiayaan jangka panjang suatu perusahaan, baik perusahaan swasta maupun perusahaan pemerintah untuk mengatasi permasalahan likuiditas perusahaan.

Bursa Efek Indonesia selaku pasar modal memiliki beberapa indeks pasar saham. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) merupakan salah satu indeks pasar saham yang digunakan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dan menjadi indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham. Indeks merupakan nilai representative atas rata-rata dari sekelompok saham, dimana indeks ini mencakup seluruh saham biasa dan preferen yang tercatat di BEI. Adapun

fungsi utama dari IHSG sebagai penanda arah pasar, pengukur tingkat keuntungan, dan tolak ukur kinerja portofolio. Sehingga IHSG menjadi salah satu pedoman atau *benchmark* bagi investor dalam melakukan kegiatan investasi di Indonesia.

Berdasarkan data yang diperoleh dari www.duniainvestasi.com, IHSG resmi ditutup menguat tipis 4,295 poin (0,12%) ke level 3.703,512 pada perdagangan Kamis, 30 Desember 2010. IHSG mencatat kinerja terbaik pada tahun 2010 dibandingkan dengan indeks-indeks saham lain di Kawasan Asia Pasifik dengan perubahan indeks yang sebelumnya pada 31 Desember 2009 di level 2.534,36 menjadi 3.703,512 pada 30 Desember 2010 atau mengalami perkembangan 46,13%. IHSG pun terus bergerak naik di tahun 2011 ke level 3.821.992 pada penutupan tanggal 30 Desember 2011 dengan mengalami perkembangan sebesar 3,12% dibandingkan pada penutupan di tahun 2010. Penutupan tersebut pun menguat 13,22 poin (0,34%) dari level sebelumnya yaitu 3.808.772 pada 29 Desember 2011. Penutupan IHSG pada 28 Desember 2012 juga terus mengalami penguatan dibanding dengan penutupan tahun 2011 ke level 4.316.687 atau menguat sebesar 494,695 poin (12,94%). Kenaikan IHSG pada tahun 2012 salah satunya karena didorong oleh investor asing. Maraknya aksi beli yang dilakukan investor lokal dan asing dengan mengincar saham-saham unggulan menjadi penyebabnya. Selain itu kenaikan ini juga karena adanya ekspektasi pasar akan adanya potensi langkah stimulus dari beberapa Bank Sentral di Eropa, AS dan China yang menjadi salah satu pemicu positif bagi bursa saham global. Akan tetapi di tahun 2013 IHSG melemah ke level 4.274.177 atau turun 42,51 poin (0,98%) pada penutupan 30 Desember 2013 dibandingkan penutupan di tahun 2012. Melemahnya IHSG di tahun 2013 disebabkan sentiment negatif dari dalam negeri seperti nilai tukar rupiah yang terus melemah. Selain itu aksi jual yang terus dilakukan oleh investor asing yang membuat stabilitas di lantai bursa tidak stabil.

Penelitian mengenai pengaruh rasio keuangan dan kebijakan dividen dalam hubungannya dengan nilai perusahaan telah banyak dilakukan. Beberapa penelitian terdahulu mengenai pengaruh rasio keuangan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan antara lain : Ningsih dan Indarti (2012) dalam penelitiannya mengenai pengaruh PER, DER, dan DPR terhadap PBV menemukan bahwa secara parsial PER dan DER memiliki pengaruh signifikan terhadap PBV sedangkan DPR tidak berpengaruh terhadap PBV. Juhandi, dkk. (2013) dalam penelitiannya bahwa secara parsial variabel *Free Cash Flow, Firm Size, Debt, Growth, Financial Risk, Management Ownership, Institutional Ownership* dan *Dividend Policy* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Company's Value*. Sedangkan variabel ROE tidak berpengaruh terhadap *Company's Value*. Adapun penelitian yang dilakukan Mardiyati, dkk. (2012) menyatakan bahwa secara parsial DPR dan DER tidak berpengaruh terhadap PBV sedangkan ROE memiliki pengaruh yang signifikan. Selain itu, Manjunatha (2013) menyatakan bahwa secara parsial DER dan DPR tidak berpengaruh terhadap PBV.

Berdasarkan dengan adanya fenomena dan *gap research* yang telah di paparkan diatas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul : "Pengaruh Profitabilitas dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI tahun 2013".

TINJAUAN PUSTAKA

Rasio Keuangan

Menurut Sudana (2011:20) salah satu cara memperoleh informasi yang bermanfaat dari laporan keuangan perusahaan adalah dengan melakukan analisis rasio keuangan. Rasio keuangan didesain untuk memperlihatkan hubungan antar akun pada laporan keuangan (neraca dan laporan laba rugi).

Menurut Kasmir (2010:93) rasio keuangan merupakan kegiatan membandingkan angka-angka yang ada dalam laporan keuangan dengan cara membagi satu angka dengan angka lainnya. Perbandingan dapat dilakukan antara satu komponen dengan komponen dalam satu laporan keuangan atau antar komponen yang ada di antara laporan keuangan. Kemudian angka

yang diperbandingkan dapat berupa angka-angka dalam satu periode maupun beberapa periode. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa rasio keuangan merupakan alat analisis keuangan untuk menilai kinerja suatu perusahaan berdasarkan perbandingan data keuangan yang terdapat dalam pos laporan keuangan perusahaan.

Menurut Sitanggang (2012:21) terdapat 6 (enam) kategori pengukuran (likuiditas, tingkat utang, aktivitas, profitabilitas, pertumbuhan dan nilai tambah) yang masing-masing rasio mempunyai makna yang berbeda dan sangat berguna untuk pihak pemangku kepentingan (pemilik saham, kreditor, pemerintah, manajemen, dan pihak lain yang potensial) sesuai dengan kepentingannya atas eksistensi perusahaan. Kategori pengukuran ini dimaksudkan untuk mengetahui sejauh mana manajemen telah mengelola perusahaan sehingga dapat diketahui kekuatan dan kelemahan jika dibandingkan dengan rata-rata industri yang sangat berguna sebagai cermin untuk evaluasi pada tahun berikutnya.

Profitabilitas

Rasio kemampuan memperoleh laba perusahaan tergantung dari laba dan modal mana yang diperhitungkan. Kita mengetahui bahwa jenis laba perusahaan bermacam-macam tingkatannya mulai dari laba kotor, laba usaha, laba sebelum bunga dan pajak, laba kena pajak dan laba bersih perusahaan. Demikian juga modal yang digunakan sangat bermacam penyebutannya seperti modal usaha/operasional, modal utang, modal sendiri atau modal keseluruhan. Tentunya agar rasio profitabilitas ini mempunyai arti, maka rasio laba dengan modal harus disesuaikan dengan dari mana laba dan untuk apa modal tersebut ditujukan. Secara umum rasio profitabilitas dalam perusahaan dapat dibedakan sebagai berikut :

1. Margin laba kotor atas penjualan (*Gross Profit Margin – GPM*), yaitu rasio yang mengukur seberapa besar tingkat keuntungan kotor perusahaan dari setiap penjualannya, artinya disini belum memperhitungkan biaya operasi perusahaan. Semakin tinggi rasio ini, menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai margin laba yang tinggi dari setiap penjualan setelah memperhitungkan harga pokok penjualan barang.

$$\text{Rumus : } \textit{Gross Profit Margin} = \frac{\text{Laba kotor}}{\text{Penjualan}}$$

2. Margin laba operasional/usaha atas penjualan (*Operating Profit Margin – OPM*), yaitu rasio yang mengukur seberapa besar tingkat keuntungan operasional/usaha perusahaan dari setiap penjualannya, artinya disini belum memperhitungkan biaya bunga dan pajak perusahaan. Semakin tinggi rasio ini, menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai margin yang tinggi dari setiap penjualan setelah memperhitungkan biaya operasi perusahaan.

$$\text{Rumus : } \textit{Operating Profit Margin} = \frac{\text{Laba operasional}}{\text{Penjualan}}$$

3. Margin laba bersih atas penjualan (*Net Profit Margin – NPM*), yaitu rasio yang mengukur seberapa besar tingkat keuntungan bersih perusahaan dari setiap penjualannya, artinya disini telah memperhatikan biaya operasi, bunga, dan pajak perusahaan. Semakin tinggi rasio ini, menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai margin yang tinggi dari setiap penjualan terhadap seluruh biaya, bunga dan pajak yang diperhitungkan perusahaan.

$$\text{Rumus : } \textit{Net Profit Margin} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Penjualan}}$$

4. Pengembalian Investasi/Aset (*Return on Investment/Assets - ROI/ROA*), yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba bersih dari jumlah dana yang di investasikan perusahaan atau total aset perusahaan. Untuk menentukan jumlah dana yang diinvestasikan, dalam beberapa literatur jumlah investasi disamakan dengan total aset, hal ini dapat diterima selama semua aset dioperasionalkan dalam operasi utama

perusahaan (*core business*). Artinya tidak ada aset yang masih belum dioperasionalkan tetapi bukan untuk operasional utama perusahaan. Dalam keadaan seperti itu, maka pengembalian investasi identik dengan pengembalian aset. Pengukuran yang digunakan adalah :

$$\text{Rumus : ROI/ROA} = \frac{\text{EAT}}{\text{Total investment/assets}}$$

5. Pengembalian atas modal sendiri/ekuitas (*Return on Equity - ROE*), adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk memberikan imbalan bersih atas setiap rupiah dari modal pemegang saham. Bagi pemilik modal tingkat pengembalian atas modal sendiri ini adalah ukuran yang paling penting, karena rasio ini menunjukkan tingkat hasil yang diperoleh pemilik modal. Terutama bagi perusahaan yang belum *go public*, ukuran ini satu-satunya ukuran untuk mengukur tingkat kemakmuran atas kepemilikannya dalam perusahaan. Semakin tinggi rasio ini menunjukkan bahwa perusahaan mampu memperoleh margin laba bersih, memanfaatkan aset yang dimiliki dan bauran pembiayaan untuk memberikan tingkat hasil bagi pemegang saham perusahaan.

$$\text{Rumus : ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{Total Equity}}$$

Struktur Modal

Menurut Sudana (2011:143) struktur modal berkaitan dengan keputusan pembelanjaan jangka panjang, yaitu utang jangka panjang dan atau modal sendiri. Struktur modal (*capital structure*) berkaitan dengan pembelanjaan jangka panjang suatu perusahaan yang diukur dengan perbandingan utang jangka panjang dengan modal sendiri.

Sjahrial (2007:213) menyatakan bahwa struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan modal pinjaman yang terdiri dari utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang dengan modal sendiri yang terdiri dari saham preferen dan saham biasa”.

Dari pengertian-pengertian diatas dapat ditarik kesimpulan mengenai pengertian struktur modal yaitu pendanaan perusahaan yang bersumber dari utang jangka panjang dan modal sendiri.

Teori Struktur Modal

Menurut Sjahrial (2007:214) Teori Struktur Modal dibagi menjadi 2 kelompok yaitu:

1. Teori Struktur Modal Tradisional :

a. Pendekatan laba bersih (*Net Income Approach*)

Pendekatan laba bersih mengasumsikan bahwa investor menkapitalisasikan atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah utangnya dengan tingkat biaya utang yang konstan pula. Karena kapitalisasi dan biaya utang konstan maka semakin besar jumlah utang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata tertimbang semakin kecil akibat penggunaan utang semakin besar maka nilai perusahaan akan meningkat.

b. Pendekatan laba operasi bersih (*Net Operating Income = NOI*)

Pendekatan laba operasi bersih melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapapun tingkat utang yang digunakan oleh perusahaan. Pertama, diasumsikan bahwa biaya utang konstan seperti halnya dalam pendekatan laba bersih. Kedua, penggunaan utang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri sebagai peningkatan risiko perusahaan. Oleh karna itu tingkat keintungan yang diisyaratkan oleh pemilik modal meningkat sebagai akibat meningkatnya resiko perusahaan. Konsekuensinya biaya modal rata-rata tertimbang tidak mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting.

c. Pendekatan Tradisional (*Traditional Approach*)

Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga suatu leverage tertentu, resiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Sehingga baik tingkat biaya utang maupun tingkat

kapitalisasi relative konstan. Namun demikian setelah leverage atau rasio utang tertentu, biaya utang dan biaya modal sendiri meningkat. Peningkatan biaya modal sendiri ini akan semakin besar dan bahkan akan lebih besar daripada penurunan utang yang lebih murah. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang pada awalnya menurun dan setelah leverage tertentu akan meningkat. Oleh karena itu nilai perusahaan mula-mula meningkat dan akan menurun sebagai akibat penggunaan utang yang semakin besar. Dengan demikian menurut pendekatan tradisional, terdapat struktur modal yang optimal untuk setiap perusahaan. Struktur modal yang optimal tersebut terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang maksimum.

2. Teori Struktur Modal Modern :

a. Pendekatan model Modigliani – Miller (MM) Tanpa Pajak

Teori struktur modal menurut Franco Modigliani dan Merton Miller tahun 1958 menggunakan beberapa asumsi :

- 1) Resiko bisnis perusahaan diukur dengan EBIT (*Standard Deviation Earning Befor Interest and Taxes* = deviasi standar laba bunga dan pajak).
- 2) Investor memiliki pengharapan yang sama tentang EBIT perusahaan di masa datang.
- 3) Saham dan obligasi diperjual belikan di suatu pasar modal yang sempurna..
- 4) Seluruh aliran kas adalah perpetuitas (sama jumlahnya setiap periode hingga waktu tak terhingga). Dengan kata lain, pertumbuhan perusahaan adalah nol atau EBIT selalu sama.

Teori ini mengemukakan 3 Preposisi yaitu:

1) Preposisi 1

MM berpendapat bahwa nilai setiap perusahaan tidak lain merupakan kapitalisasi laba operasi bersih yang diharapkan atau *expected net operating income* (NOI=EBIT) dengan tingkat kapitalisasi konstan yang sesuai dengan tingkat risiko perusahaan. MM berpendapat bahwa nilai perusahaan adalah tidak tergantung atau tidak dipengaruhi oleh struktur modal.

2) Preposisi 2

MM berpendapat bahwa biaya modal sendiri perusahaan yang memiliki leverage adalah sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki leverage ditambah dengan premi risiko. Apabila utang perusahaan semakin besar maka biaya modal sendiri juga semakin besar. Hal ini disebabkan karena risiko yang dihadapi oleh pemilik modal sendiri semakin besar dengan demikian pemilik modal sendiri meminta tingkat keuntungan yang semakin besar. Dari kedua preposisi ini secara implisit MM berpendapat bahwa semakin besar utang yang digunakan dalam struktur modal tidak akan meningkatkan nilai perusahaan.

3) Preposisi 3

MM menyatakan bahwa perusahaan seharusnya melakukan investasi proyek baru sepanjang nilai perusahaan meningkat paling tidak sebesar biaya investasi.

b. Modal Modigliani-Miller (*MM Aproach*) dengan pajak

Tahun 1963, MM menerbitkan artikel sebagai lanjutan teori MM tahun 1958. Asumsi yang diubah adalah pajak terhadap penghasilan perusahaan (*corporate income taxes*). Dengan adanya pajak ini, MM menyatakan bahwa penggunaan utang yang (*leverage*) akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga utang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*a tax deductible expense*).

Teori ini mengemukakan 3 Preposisi yaitu:

1) Preposisi 1

Nilai perusahaan yang memiliki leverage adalah sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki leverage ditambah dengan nilai perlindungan pajak ini adalah sebesar pajak penghasilan perusahaan dikalikan dengan hutang.

2) Preposisi 2

Biaya modal sendiri perusahaan yang memiliki leverage adalah sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki leverage ditambah dengan premi resiko. Besarnya premium risiko ini tergantung atas besarnya utang dan selisih atas biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* dan biaya utang.

3) Preposisi 3

Seperti halnya dalam kondisi tidak ada pajak, perusahaan seharusnya melakukan investigasi sepanjang memenuhi persyaratan. MM berpendapat bahwa perusahaan seharusnya melakukan investasi sepanjang memenuhi persyaratan $IRR > cut-off-rate$ atau pembatas untuk setiap investasi baru.

c. *Pecking order theory*

Brealey dan Myers (2008:25) teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan menyukai pendanaan internal (yaitu dengan laba ditahan dan diinvestasikan kembali) daripada pendanaan eksternal. Jika diperlukan pendanaan eksternal, mereka lebih suka menerbitkan utang daripada menerbitkan saham baru.

Teori *pecking order* dimulai dengan pengamatan bahwa manajer tahu lebih banyak daripada investor luar tentang nilai dan prospek perusahaan. Investor menyadari bahwa perusahaan mungkin berusaha menerbitkan ekuitas ketika nilai saham mereka dihargai terlalu tinggi dan karena itu menurunkan harga saham ketika penerbitan ekuitas diumumkan. Pendanaan internal menghindari masalah ini. Jika pendanaan eksternal diperlukan, utang adalah pilihan pertama. Observasi ini mencetuskan teori *pecking order* struktur modal, yaitu:

- 1) Perusahaan menyukai pendanaan internal, karena dana ini terkumpul tanpa mengirimkan sinyal sebaliknya yang dapat menurunkan harga saham.
- 2) Jika dana eksternal dibutuhkan, perusahaan menerbitkan hutang lebih dahulu dan hanya menerbitkan ekuitas sebagai pilihan terakhir. Pecking order ini muncul karena penerbitan utang tidak terlalu diterjemahkan sebagai pertanda buruk oleh investor bila dibandingkan dengan penerbitan ekuitas.

d. *Trade off Theory*

Brealey, Myers & Marcus (2008:32) teori *trade-off* menyatakan bahwa manajer keuangan seharusnya meningkatkan utang sampai pada satu titik dimana nilai perlindungan pajak bunga tambahan hanya terimbangi oleh tambahan biaya masalah keuangan yang mungkin timbul.

Teori *trade-off* ini memperkirakan bahwa rasio utang sasaran akan bervariasi dari satu perusahaan ke perusahaan lain. Perusahaan dengan aset berwujud dan aman serta laba kena pajak melimpah yang harus dilindungi sebaiknya memiliki rasio sasaran yang tinggi. Perusahaan tidak menguntungkan dengan aset tak berwujud yang berisiko sebaiknya hanya bergantung pada pendanaan ekuitas.

e. *Market Timing Capital Structure*

Dari Kusumawati & Danny (2006), MTT menunjukkan lebih pentingnya implikasi dari pilihan utang atau ekuitas pada berbagai titik waktu dibandingkan dengan mencari rasio leverage yang optimal. Maka pendekatan MTT berkenaan juga dengan aktivitas pelepasan saham baik itu IPO ataupun SEO. Penulis memberikan argumentasi sebagai berikut:

- 1) Perusahaan cenderung akan melepas saham sebagai pengganti utang ketika nilai pasar relatif tinggi terhadap nilai buku dan nilai pasar masa lalu yang tinggi; dan cenderung akan membeli kembali saham ketika nilai pasar rendah.

- 2) Melalui analisis perkiraan prospek earning dan perkiraan realisasi harga saham sekitar pelepasan saham, perusahaan cenderung untuk melepas saham pada waktu investor memiliki sikap optimisime dan antusias yang tinggi.

Kedua hal tersebut mengindikasikan pentingnya over-valued atau under-valued dari suatu saham, saat perusahaan akan melepas saham di bursa. Dimana aktivitas pelepasan saham akan mempengaruhi struktur modal. Hal inilah yang memunculkan MTT versi Baker & Wurgler (2002). Studi Baker & Wurgler (2002) memperkuat temuan studi Fama & French (2002) tentang hubungan negatif antara rasio market to book equity dengan leverage. Sehingga apabila rasio M/B rendah, perusahaan dengan leverage tinggi boleh melepas saham. Hal yang kontras akan berlaku untuk rasio M/B tinggi.

Secara fundamental leverage dan ekuitas berlawanan. Terlihat dalam susunan pos pasiva; bila utang naik maka leverage naik dan akibatnya ekuitas akan turun. Yang membuat utang naik, adalah perusahaan mengurangi pendanaan internal atau menambah debt financing. Logikanya perusahaan dengan rating debt bagus, berharap harga saham akan naik. Tetapi sesuai asumsi MTT yang terjadi sebaliknya leverage tinggi akan menurunkan harga saham melalui turunnya nilai pasar ekuitas. Hal ini karena perilaku pesimistis investor terhadap perusahaan ber-leverage tinggi meski rating debt-nya bagus.

f. *Dynamic Capital Structure*

(Kane, Marcus, McDonald, 1984) Perusahaan selalu berhitung terhadap struktur kapitalnya agar perusahaan tetap *going concern*. Akibatnya, struktur kapital perusahaan menjadi berubah-ubah (dinamis) setiap waktu, sesuai kinerja perusahaan. Manajer keuangan tidak mempersoalkan struktur kapitalnya selama perusahaan mengalami *going concern*. Utang dimungkinkan sepanjang benefit lebih besar daripada cost.

Masalah Keagenan

Ketika perusahaan masih berbentuk perusahaan perorangan, masalah keagenan tidak mungkin timbul karena pemilik perusahaan adalah juga sebagai manajer perusahaan. Dengan demikian tidak mungkin terjadi perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajer. Demikian juga dengan perusahaan yang berbentuk persekutuan, belum ada pemisahan antara pemilik dan manajer perusahaan secara hukum. Pihak-pihak yang bersekutu untuk mendirikan perusahaan menyetorkan sejumlah dana, dan biasanya sekaligus juga menduduki fungsi sebagai salah satu manajer perusahaan.

Dengan semakin berkembangnya suatu perusahaan, pemilik tidak mungkin melaksanakan semua fungsi yang dibutuhkan dalam pengelolaan suatu perusahaan, karena keterbatasan kemampuan, waktu, dan sebagainya. Dalam kondisi yang demikian pemilik perlu menunjuk pihak lain (agen) yang profesional, untuk melaksanakan tugas mengelola kegiatan perusahaan dengan lebih baik.

Pada perusahaan yang berbentuk perseroan, biasanya telah dilakukan pemisahan antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Pemilik atau pemegang saham adalah pihak yang menyertakan modal ke dalam perusahaan, sedangkan manajer adalah pihak yang ditunjuk pemilik dan diberi kewenangan mengambil keputusan dalam mengelola perusahaan, dengan harapan manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik. Karena adanya pemisahan antara pihak pemilik dan pihak pengelola (manajemen), kemungkinan adanya perbedaan kepentingan di antara kedua belah pihak tidak bisa dihindari. Pihak manajemen dapat bertindak untuk kepentingannya sendiri dalam mengelola perusahaan dan mengabaikan kepentingan pemilik perusahaan.

Agar pihak manajemen bertindak sejalan dengan kepentingan pemilik perusahaan, dapat dilakukan upaya sebagaimana dikemukakan oleh Jensen dan Meckling, bahwa pemilik dapat menjamin pihak manajemen akan membuat keputusan yang optimal hanya jika diberikan insentif yang cukup memadai dan manajemen merupakan pihak yang minoritas. Insentif bisa berupa opsi saham, bonus, mobil, dan kantor yang mewah, yang besarnya sangat tergantung pada seberapa

dekat keputusan yang diambil oleh pihak manajemen dengan kepentingan pemilik. Disamping itu dapat juga dilakukan *monitoring*, dengan mengaudit laporan keuangan perusahaan secara periodik, penunjukkan komisaris independen, dan sebagainya. Implikasi dari berbagai upaya untuk mengurangi konflik keagenan tersebut adalah timbulnya biaya keagenan. Masalah keagenan tidak hanya timbul antara pemilik dan manajemen, tetapi juga bisa timbul antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas, atau antara pemegang saham dan pihak kreditor ketika perusahaan dilikuidasi (Sudana, 2011:11).

Agency Cost

Agency Costs atau biaya keagenan adalah biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan utang dan melibatkan hubungan antar pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor. Biaya keagenan ini muncul dari problem keagenan (*agency costs*). Kreditor menerima keuntungan yang tetap atas bunga utang dari berapapun keuntungan perusahaan. Ini tidak sesuai dengan konsep “jika risiko bertambah, keuntungan juga bertambah”. Untuk menghindari kerugian semacam ini, biasanya kreditor melindungi diri dengan perjanjian-perjanjian pada saat kontrak pemberian kredit (“covenant”). Covenant ini merupakan klausul dalam perjanjian kredit yang mengurangi kebebasan perusahaan dalam membuat keputusan (Sjahrial, 2010:202).

Kebijakan Dividen

Menurut Sudana (2011:167) kebijakan dividen berhubungan dengan penentuan besarnya *dividend payout ratio*, yaitu besarnya persentase laba bersih setelah pajak yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham.

Menurut Dermawan Sjahrial (2010:305) kebijakan dividen adalah penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan.

Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang.

Teori Kebijakan Dividen

Menurut Dermawan Sjahrial (2010:311) ada beberapa teori kebijakan dividen yaitu :

1. Teori “Dividen Tidak Relevan” dari Modigliani dan Miller
Asumsi-asumsi pendapat ini lemah :
 - a. Pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional. Prakteknya sulit ditemui pasar modal yang sempurna,
 - b. Tidak ada biaya emisi saham baru, kenyataannya biaya emisi saham baru (*flotation cost*) itu pasti ada,
 - c. Tidak ada pajak, kenyataannya pajak pasti ada,
 - d. Kebijakan investasi perusahaan tidak berubah, prakteknya kebijakan investasi perusahaan pasti berubah.

Beberapa ahli menentang pendapat Modigliani dan Miller mengenai dividen tidak relevan dengan menunjukkan bahwa adanya biaya emisi saham baru akan mempengaruhi nilai perusahaan. Perusahaan lebih suka menggunakan laba ditahan daripada menerbitkan saham baru. Ada kemungkinan laba ditahan tidak cukup besar sehingga perusahaan harus menerbitkan saham baru. Semakin besar target laba ditahan, semakin kecil kemungkinan perusahaan menerbitkan saham baru.

2. Teori “*The Bird In The Hand*”

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika DPR (*dividend payout ratio*) rendah karena investor lebih suka menerima dividen dibanding *capital gain* karena *dividend yield* lebih pasti. Menurut Modigliani dan Miller pendapat Gordon dan Lintner merupakan suatu kesalahan, karena akhirnya investor akan kembali

menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

3. Teori Perbedaan Pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy karena adanya pajak terhadap *dividend* dan *capital gains*. Para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Maka investor mensyaratkan bahwa suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* tinggi, *capital gains* rendah daripada *dividend yield* rendah *capital gains* tinggi. Jika pajak atas dividen > pajak atas *capital gains*, perbedaan ini makin terasa.

4. Teori "Signaling Hypothesis"

Bukti empiris menyebutkan bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham demikian pula sebaliknya. Menurut Modigliani dan Miller kenaikan dividen biasanya merupakan suatu 'signal (tanda)' kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang. Sebaliknya suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah normal (biasanya) diyakini investor sebagai pertanda (*signal*) bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di masa mendatang.

5. Teori "Clientele Effect"

- a. Kelompok (*Clintele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *dividend payout* yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian laba bersih perusahaan.
- b. Jika ada perbedaan pajak bagi individu (misalnya orang lanjut usia dikenakan pajak lebih ringan) karena dapat menunda pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil. Maka kelompok pemegang saham yang dikenakan pajak tinggi lebih menyukai *capital gains* demikian pula sebaliknya.

Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Menurut Dermawan Sjahrial (2010:305) ada beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yaitu :

1. Posisi likuiditas perusahaan
Makin kuat posisi likuiditas perusahaan makin besar dividen yang dibayarkan.
2. Kebutuhan dana untuk membayar utang
Apabila sebagian besar laba digunakan untuk membayar utang maka sisanya yang digunakan untuk membayar dividen makin kecil.
3. Rencana perluasan usaha
Makin besar perluasan usaha perusahaan, makin berkurang dana yang dapat dibayarkan untuk dividen.
4. Pengawasan terhadap perusahaan
Kebijakan pembiayaan : untuk ekspansi dibiayai dengan dana dari sumber intern antara lain : laba. Pertimbangannya apabila dibiayai dengan penjualan saham baru ini akan melemahkan kontrol dari kelompok pemegang saham dominan karena suara pemegang saham mayoritas berkurang.

Dividen Payout Ratio (DPR)

Menurut Brealey dan Myers (2008:82) rasio pembayaran dividen mengukur proporsi laba yang dibayar sebagai dividen. Manajer tidak suka memangkas dividen jika laba menurun. Karena itu, terutama jika laba perusahaan bervariasi, manajemen lebih suka bermain aman dengan menetapkan rasio pembayaran dividen rata-rata yang rendah.

Ketika laba turun tanpa diduga, rasio pembayaran tampaknya naik sementara. Demikian pula, jika laba diharapkan naik tahun berikutnya, manajemen mungkin merasa bahwa perusahaan

dapat membayar sejumlah dividen yang lebih banyak daripada yang akan dilakukan sebelumnya. Laba yang tidak dibayar sebagai dividen ditahan, atau dikucurkan kembali ke dalam bisnis.

$$\text{Rumus : Rasio Pembayaran Dividen} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba}}$$

Nilai Saham

Menurut Hartono (2010:121) beberapa nilai yang berhubungan dengan saham yaitu nilai buku (*book value*), nilai pasar (*market value*) dan nilai intrinsik (*intrinsic value*). Nilai buku merupakan nilai saham menurut pembukuan perusahaan emiten. Nilai pasar merupakan nilai saham di pasar saham dan nilai intrinsik merupakan nilai sebenarnya dari saham. Dengan mengetahui nilai buku dan nilai pasar, pertumbuhan perusahaan dapat diketahui. Perusahaan yang bertumbuh mempunyai rasio lebih besar dari nilai satu yang berarti pasar percaya bahwa nilai pasar perusahaan tersebut lebih besar dari nilai bukunya.

Mengetahui nilai pasar dan nilai intrinsik dapat digunakan untuk mengetahui saham-saham mana yang murah, tepat nilainya atau yang mahal. Nilai intrinsik merupakan nilai sebenarnya dari perusahaan. Nilai pasar yang lebih kecil dari nilai intrinsiknya menunjukkan bahwa saham tersebut dijual dengan harga yang murah (*undervalued*). Sebaliknya nilai pasar yang lebih besar dari nilai intrinsiknya menunjukkan bahwa saham tersebut dijual dengan harga yang mahal (*overvalued*).

Nilai Buku dan Nilai-nilai Lain yang Berhubungan

Untuk menghitung nilai buku suatu saham, beberapa nilai yang berhubungan dengannya perlu diketahui. Nilai-nilai ini adalah nilai nominal (*par value*), agio saham (*additional paid-in capital* atau *in excess of par value*), nilai modal yang disetor (*paid-in capital*) dan laba yang ditahan (*retained earnings*).

1. Nilai Nominal

Nilai nominal (*par value*) dari suatu saham merupakan nilai kewajiban yang ditetapkan untuk tiap-tiap lembar saham. Kadangkala suatu saham tidak mempunyai nilai nominal (*no-par value stock*). Untuk saham yang tidak mempunyai nilai nominal, dewan direksi umumnya menetapkan nilai sendiri (*stated value*) per lembarnya. Jika tidak ada nilai yang ditetapkan, maka yang dianggap sebagai modal secara hukum adalah semua penerimaan bersih (*proceed*) yang diterima oleh emiten pada waktu mengeluarkan saham bersangkutan.

2. Agio Saham

Agio saham (*additional paid-in capital* atau *in excess of par value*) merupakan selisih yang dibayar oleh pemegang saham kepada perusahaan dengan nilai nominal sahamnya. Agio saham ditampilkan di neraca dalam nilai totalnya yaitu agio per lembar dikalikan dengan jumlah lembar yang dijual.

3. Nilai Modal Disetor

Nilai modal disetor (*paid-in capital*) merupakan total yang dibayar oleh pemegang saham kepada perusahaan emiten untuk ditukarkan dengan saham preferen atau dengan saham biasa. Nilai modal disetor merupakan penjumlahan total nilai nominal ditambah dengan agio saham. Jika perusahaan mengeluarkan dua kelas saham, yaitu saham preferen dan saham biasa, saham preferen disajikan terlebih dahulu diikuti oleh saham biasa di neraca untuk menunjukkan urutan haknya.

4. Laba Ditahan

Laba ditahan (*retained earnings*) merupakan laba yang tidak dibagikan kepada pemegang saham. Laba yang tidak dibagi ini diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai sumber dana internal. Laba ditahan dalam penyajiannya di neraca menambah total laba yang disetor. Karena laba ditahan ini milik pemegang saham yang berupa

keuntungan tidak dibagikan, maka nilai ini juga akan menambah ekuitas pemilik saham di neraca.

5. Nilai Buku

Nilai buku (*book value*) per lembar saham menunjukkan bahwa aktiva bersih (*net assets*) yang dimiliki oleh pemegang saham dengan memiliki satu lembar saham. Karena aktiva bersih adalah sama dengan total ekuitas pemegang saham, maka nilai buku per lembar saham adalah total ekuitas dibagi dengan jumlah saham yang beredar.

$$\text{Rumus : Nilai buku per lembar} = \frac{\text{Total ekuitas}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

Nilai Pasar

Nilai pasar (*market value*) berbeda dengan nilai buku. Jika nilai buku merupakan nilai yang dicatat pada saat saham dijual perusahaan, maka nilai pasar adalah harga saham yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar. Nilai pasar ini ditentukan oleh permintaan dan penawaran saham yang bersangkutan di pasar bursa.

Nilai Intrinsik

Nilai fundamental (*fundamental value*) atau nilai intrinsik (*intrinsic value*) merupakan nilai seharusnya dari suatu saham. Dua macam analisis yang banyak digunakan untuk menentukan nilai sebenarnya dari saham adalah analisis sekuritas fundamental (*fundamental security analysis*) atau analisis perusahaan (*company analysis*) dan analisis teknis (*technical analysis*). Analisis fundamental menggunakan data fundamental, yaitu data yang berasal dari keuangan perusahaan (misalnya laba, dividen yang dibayar, penjualan dan lain sebagainya), sedang analisis teknis menggunakan data pasar dari saham (misalnya harga dan volume transaksi saham) untuk menentukan nilai dari saham.

Analisis teknis banyak digunakan oleh praktisi dalam menentukan harga saham. Sedang analisis fundamental banyak digunakan oleh akademisi. Telah diketahui bahwa analisis fundamental mencoba menghitung nilai intrinsik dari suatu saham dengan menggunakan data keuangan perusahaan (sehingga disebut juga dengan analisis perusahaan). Untuk analisis fundamental, ada dua pendekatan untuk menghitung nilai intrinsik saham, yaitu dengan pendekatan nilai sekarang (*present value approach*) dan pendekatan PER (*P/E ratio approach*).

1. Pendekatan Nilai Sekarang

Pendekatan nilai sekarang juga disebut dengan metode kapitalisasi laba (*capitalization of income method*) karena melibatkan proses kapitalisasi nilai-nilai masa depan yang didiskontokan menjadi nilai sekarang. Jika investor percaya bahwa nilai dari perusahaan tergantung dari prospek perusahaan tersebut dimasa datang dan prospek ini merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan aliran kas dimasa depan, maka nilai perusahaan tersebut dapat ditentukan dengan mendiskontokan nilai-nilai arus kas (*cash flow*) dimasa depan menjadi nilai sekarang sebagai berikut :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Arus kas}}{(1 + k)^t}$$

Notasi :

P_0 = nilai sekarang dari perusahaan (*value of the firm*)

t = periode waktu ke t dari $t=1$ sampai dengan ∞

k = suku bunga diskonto (*discount rate*) atau tingkat pengembalian yang diinginkan (*required rate of return*).

Model diskonto dividen merupakan model untuk menghitung nilai intrinsik saham dengan mendiskontokan arus dividen masa depan ke nilai sekarang. Arus kas merupakan komponen didalam penentuan nilai perusahaan. Arus kas merupakan kas

yang diterima oleh perusahaan emiten. Sebagai alternatif dari arus kas, laba perusahaan (*earnings*) juga dapat digunakan untuk menghitung nilai perusahaan. *Earnings* yang diperoleh perusahaan dapat ditahan sebagai sumber dana internal (*retained earning*) atau dibagikan dalam bentuk dividen. Arus dividen dapat dianggap sebagai arus kas yang diterima oleh investor. Dengan alasan bahwa dividen merupakan satu-satunya arus pendapatan yang diterima investor, model diskonto dividen dapat digunakan sebagai pengganti model diskonto arus kas untuk menghitung nilai intrinsik saham.

Model diskonto dividen (*dividend discount model*) untuk menghitung nilai intrinsik saham adalah sebagai berikut :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Beberapa kasus dapat ditemui didalam besarnya nilai dividen yang dibayarkan. Beberapa perusahaan membayar dividen dengan besarnya yang tidak teratur dan beberapa perusahaan yang lain membayar dividen yang nilainya konstan yang sama dari waktu ke waktu (disebut juga dengan dividen tidak bertumbuh atau pertumbuhan nol) dan beberapa perusahaan yang lainnya bahkan membayar dividen yang selalu naik dengan tingkat pertumbuhan yang konstan.

a. Pembayaran Dividen Tidak Teratur

Kenyataannya beberapa perusahaan membayar dividen dengan tidak teratur, yaitu dividen tiap-tiap periode tidak mempunyai pola yang jelas bahkan untuk periode-periode tertentu tidak membayar dividen sama sekali (misalnya dalam periode masa rugi atau dalam periode kesulitan likuiditas).

$$\text{Rumus: } P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_{\infty}}{(1+k)^{\infty}}$$

b. Dividen Konstan Tidak Bertumbuh

Umumnya perusahaan enggan memotong dividen karena pengurangan dividen akan dianggap sebagai sinyal jelek oleh investor. Perusahaan yang memotong dividen akan dianggap mengalami kesulitan likuiditas sehingga perlu mendapatkan tambahan dana dengan memotong dividen. Perusahaan emiten tidak ingin mengeluarkan sinyal seperti ini, sehingga jika tidak sangat terpaksa sekali biasanya perusahaan tidak akan memotong dividennya. Hal yang paling banyak ditemui adalah perusahaan membayar dividen yang konstan dari waktu ke waktu untuk menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan dalam keadaan stabil.

$$\text{Rumus: } P_0 = \frac{D}{(1+k)} + \frac{D}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D}{(1+k)^{\infty}}$$

c. Pertumbuhan Dividen yang Konstan

Bentuk lain dari model diskonto dividen adalah untuk kasus dividen yang bertumbuh secara konstan yaitu dengan pertumbuhan sebesar *g*. Jika dividen periode awal adalah *D₀*, maka dividen periode kesatu adalah *D₀ (1+g)* dan periode kedua adalah sebesar *D₀ (1+g) (1+g)* atau *D₀ (1+g)²* dan seterusnya.

$$\text{Rumus: } P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^{\infty}}{(1+k)^{\infty}}$$

Rumus ini disebut dengan model pertumbuhan konstan (*constant-growth model*). Rumus ini juga dikenal dengan model Gordon karena Myron J. Gordon merupakan orang yang mengembangkan dan mengenalkan model ini. Asumsi dasar dari model ini adalah *k* (suku bunga diskonto) harus lebih besar dari *g* (tingkat

pertumbuhan dividen). Jika k lebih kecil dari g , maka nilai intrinsik saham menjadi negatif yang merupakan nilai tidak realistis untuk suatu saham. Demikian juga jika nilai k sama dengan g , maka $(k-g)$ akan sama dengan nol dan akibatnya nilai intrinsik saham akan sangat besar sekali bernilai tak terhingga yang juga merupakan nilai tidak realistis untuk suatu saham.

d. Harga Jual Akhir

Investor yang menyukai dividen dan tidak akan menjual sahamnya akan menerima arus dividen seperti yang diasumsikan diatas. Akan tetapi tidak semua investor menyukai dividen dan akan memegang saham selamanya. Investor seperti ini biasanya mementingkan *capital gain* dibandingkan dividen. Keuntungan modal (*capital gain*) adalah keuntungan penjualan saham akibat selisih dari harga jual saham dengan harga belinya. Untuk investor seperti ini harga jual akhir yang diterima perlu dipertimbangkan sebagai arus kas yang harus masuk ke dalam rumus model dividen diskonto sebelumnya.

$$\text{Rumus: } P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

2. Pendekatan PER

Alternatif selain menggunakan arus kas atau arus dividen dalam menghitung nilai fundamental atau nilai intrinsik saham adalah dengan menggunakan nilai laba perusahaan (*earnings*). Salah satu pendekatan yang populer yang menggunakan nilai *earnings* untuk mengestimasi nilai intrinsik adalah pendekatan PER (*price earnings ratio*) atau disebut juga dengan pendekatan *earnings multiplier*. PER (*price earnings ratio*) menunjukkan rasio dari harga saham terhadap *earnings*. Rasio ini menunjukkan seberapa besar investor menilai harga dari saham terhadap kelipatan dari *earnings*.

$$\text{Rumus: } \text{PER} = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2013. Teknik pengambilan sampel yang digunakan yaitu *purposive sampling*. Beberapa kriteria tertentu dalam pengambilan sampel ini adalah :

- perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan.
- perusahaan yang menggunakan mata uang Rupiah (Rp) dalam laporan keuangannya.
- perusahaan yang memperoleh laba bersih.
- perusahaan yang memberikan dividen.

Setelah dilakukan *purposive sampling* maka didapat sebanyak 87 perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini. Data yang digunakan adalah data sekunder, yaitu berupa laporan keuangan perusahaan yang terdiri dari neraca, laporan laba rugi, dan data harga saham perusahaan yang *listing* di BEI. Sumber data yang diperoleh secara tidak langsung dari sumber pertama (perusahaan) yang berasal dari data laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2013, yang diakses melalui situs BEI, www.idx.co.id.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Definisi operasional yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

1. *Return on Equity* (ROE)

ROE merupakan suatu pengukuran seberapa besar pengembalian yang tersedia bagi para pemegang saham atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan. ROE menjadi variabel X_1 dan dinyatakan dalam satuan persentase (%). Rumus yang digunakan adalah :

$$\frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

2. *Debt to Equity Ratio* (DER)

DER merupakan ukuran yang menggambarkan perbandingan besarnya utang perusahaan dengan modal sendiri. DER menjadi variabel X_2 dan dinyatakan dalam satuan kali (x). Rumus yang digunakan adalah :

$$\frac{\text{Total Utang}}{\text{Modal Sendiri}}$$

3. *Dividend Payout Ratio* (DPR)

DPR merupakan rasio antara dividen yang dibayarkan suatu perusahaan dibagi dengan keuntungan bersih perusahaan (*net income*). DPR menjadi variabel X_3 dan dinyatakan dalam persentase (%). Rumus yang digunakan adalah :

$$\frac{\text{Dividen}}{\text{Laba Bersih}} \times 100\%$$

4. *Price to Book Value* (PBV)

PBV merupakan rasio yang menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. PBV menjadi variabel Y dan dinyatakan dalam satuan kali (x). Rumus yang digunakan adalah :

$$\frac{\text{Harga Pasar per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku per Lembar Saham}}$$

PERUMUSAN HIPOTESIS

Pengembangan hipotesis adalah suatu pernyataan yang belum terbukti mengenai hubungan antara dua variabel atau lebih yang dibuat berdasarkan kerangka teori atau model analisis. Fungsi dalam pengembangan hipotesis ini adalah untuk menemukan variabel yang berhubungan yang digunakan dalam penelitian. Terdapat 3 variabel independen yang tercakup dalam penelitian ini yaitu dari *Return on Equity* (ROE), *Debt to Equity Ratio* (DER), dan *Dividend Payout Ratio* (DPR) sedangkan variabel dependen adalah *Price to Book Value* (PBV). Dari penjelasan diatas maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut :

Pengaruh Profitabilitas dan Leverage terhadap Kebijakan Dividen

Deitiana (2009) membuktikan hasil penelitiannya bahwa ROE dan DER tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR, hasil ini juga sependapat dengan penelitian yang dilakukan Rahayuningtyas, dkk. (2014). Sedangkan Idawati dan Sudiarta (2014) menyatakan bahwa variabel ROE memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap DPR. Hasil penelitian lain yang dilakukan oleh Juhandi, dkk. (2013) membuktikan bahwa DER memiliki pengaruh yang signifikan dan bersifat negatif terhadap DPR.

H_{1a} : ROE dan DER secara simultan berpengaruh signifikan terhadap DPR.

H_{1b} : ROE berpengaruh signifikan terhadap DPR.

H_{1c} : DER berpengaruh signifikan terhadap DPR.

Pengaruh Profitabilitas dan Leverage terhadap Nilai Perusahaan

Karaca dan Savsar (2012) menyatakan hasil penelitiannya bahwa ROE memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap PBV. Hasil penelitian lain yang dilakukan Mardiyati, dkk. (2012) menyatakan ROE berpengaruh signifikan positif terhadap PBV. Sedangkan Juhandi (2013) dalam penelitiannya menyatakan bahwa ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap PBV. Mardiyati, dkk. (2012) membuktikan hasil penelitiannya bahwa DER tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap PBV, hasil penelitian ini juga didukung oleh Manjunatha (2013) yang

menyatakan DER tidak berpengaruh signifikan terhadap PBV. Sedangkan penelitian yang dilakukan Ningsih dan Indarti (2012) menyatakan bahwa DER memiliki pengaruh signifikan positif terhadap PBV.

H_{2a} : ROE dan DER secara simultan berpengaruh signifikan terhadap PBV

H_{2b} : ROE berpengaruh signifikan terhadap PBV.

H_{2c} : DER berpengaruh signifikan terhadap PBV.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Ningsih dan Indarti (2012) dalam penelitiannya menyatakan bahwa DPR tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap PBV. Hasil penelitian ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan Mardiyati, dkk. (2012) yang menyatakan DPR tidak berpengaruh signifikan terhadap PBV. Sedangkan penelitian yang dilakukan Juhandi, dkk (2013) membuktikan bahwa DPR memiliki pengaruh yang signifikan dan bersifat positif terhadap PBV.

H₃ : DPR berpengaruh signifikan terhadap PBV.

Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah analisis regresi linear berganda dan regresi sederhana. Analisis regresi dilakukan untuk melakukan analisa terhadap variabel independen yaitu ROE, DER, dan DPR. Berdasarkan hipotesis yang telah dirumuskan, maka dibuat tiga persamaan struktural yaitu persamaan regresi yang menunjukkan hubungan yang dihipotesiskan. Selain itu penelitian ini menggunakan analisis jalur atau *path analysis* yang merupakan perluasan dari analisis regresi untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori. Menurut Sarwono (2012:17) *path analysis* merupakan teknik analisis yang digunakan untuk menganalisis hubungan sebab akibat yang inheren antar variabel yang disusun berdasarkan urutan temporer dengan menggunakan koefisien jalur sebagai besaran nilai dalam menentukan besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pada penelitian ini *Dividend Payout Ratio* (DPR) diperlakukan sebagai variabel intervening. Adapun ketiga persamaan struktural yang digunakan yaitu :

- a. Persamaan sub struktur 1 adalah sebagai berikut :

$$X_3 = a + p_{x_3x_1} X_1 + p_{x_3x_2} X_2 + p_{x_3} e_1$$

- b. Persamaan sub struktur 2 adalah sebagai berikut :

$$Y = a + p_{yx_1} X_1 + p_{yx_2} X_2 + p_y e_2$$

- c. Persamaan sub struktur 3 adalah sebagai berikut :

$$Y = a + p_{yx_3} X_3 + p_y e_3$$

Dimana:

a = konstanta

X₁ = ROE

X₂ = DER

X₃ = DPR

Y = PBV

e = koefisien residu

p = koefisien jalur

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Data

Objek yang digunakan dalam ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013. Dimana seluruh perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangannya ke BEI yang telah diaudit oleh auditor independen. Jumlah populasi sebanyak 498 perusahaan. Sampel dalam penelitian ini ditentukan dengan metode *purposive sampling*, dan diperoleh sebanyak 50 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel penelitian.

Tabel 1. Pembagian Sampel

No.	Kriteria	Total
1	Perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2013	498
2	Perusahaan yang tidak memperoleh laba periode 2013	(90)
3	Perusahaan yang tidak memberikan dividen periode 2013	(357)
4	Perusahaan yang tidak menggunakan mata uang Rupiah (Rp) dalam laporan keuangan	(1)
	Jumlah sampel	50

Berdasarkan proses seleksi data sampel dengan kriteria yang telah ditetapkan, maka diperoleh 50 perusahaan yang akan dijadikan sampel dengan periode pengamatan satu tahun.

Tabel 2. Statistik Deskriptif
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean
ROE	50	1.78	32.78	15.9110
DER	50	28.00	290.00	106.2800
DPR	50	1.61	72.66	34.1972
PBV	50	.14	7.83	2.3928
Valid N (listwise)	50			

Dari tabel diatas dapat dilihat output SPSS statistik deskriptif untuk mengetahui seberapa besar tingkat ROE, DER, dan DPR serta Nilai Perusahaan dengan jumlah sampel sebanyak 50 perusahaan. Adapun interpretasi statistik deskriptif adalah sebagai berikut :

1. Variabel Profitabilitas (ROE)

Variabel ROE menunjukkan tingkat hasil yang diperoleh investor atas modal yang ditanamkannya. Angka ROE yang semakin tinggi berarti perusahaan mampu memberikan tingkat penghasilan yang tinggi atas modal yang ditanamkan investor. Sehingga angka ROE yang tinggi mencerminkan perusahaan yang baik. Dapat diketahui bahwa dari tabel diatas nilai minimum ROE sebesar 1,78%. Artinya terdapat perusahaan yang kurang baik, karena memiliki tingkat pengembalian modal yang rendah. Sedangkan untuk nilai maksimumnya sebesar 32,78%, yang berarti perusahaan tersebut merupakan perusahaan yang baik. Rata-rata ROE sebesar 15,91%, yang berarti dari seluruh sampel data yang dikumpulkan memiliki rata-rata tingkat pengembalian sebesar 15,91% dari modal sendiri.

2. Variabel *Leverage* (DER)

Variabel DER menunjukkan seberapa besar perbandingan tingkat utang perusahaan dengan modal sendiri. Semakin tinggi nilai DER maka tingkat risiko suatu perusahaan akan tinggi. Apabila terjadi likuidasi perusahaan akan mengalami kesukaran, sehingga dinilai kurang baik. Dari tabel diatas dapat diketahui bahwa nilai minimum DER adalah 28% atau 0,28 yang berarti terdapat sampel perusahaan yang baik, dimana hanya memiliki tingkat utang sebesar 0,28 kali dari modal sendiri. Sedangkan nilai maksimum DER adalah 290% atau 2,90 yang bermakna bahwa terdapat suatu perusahaan yang kurang baik karena memiliki tingkat rasio DER yang tinggi yakni 2,90. Dengan kata lain perusahaan tersebut memiliki utang 2,90 kali lipat dari modal sendiri. Rata-rata nilai DER yaitu sebesar 106% atau 1,06. Hal ini menunjukkan bahwa sampel data perusahaan yang diambil memiliki rata-rata tingkat rasio utang sebesar 1,06 kali dari modal sendiri perusahaan.

3. Variabel Kebijakan Dividen (DPR)

Variabel DPR menunjukkan besarnya persentase laba bersih setelah pajak yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Besar kecilnya dividen yang dibagikan akan mempengaruhi besar kecilnya laba yang ditahan. Dari tabel diatas dapat diketahui nilai minimum DPR sebesar 1,61%, yang berarti terdapat perusahaan yang hanya

membagikan 1,61% dari laba bersihnya sebagai pembayaran dividen kepada pemegang saham. Sedangkan nilai maksimumnya adalah 72,66%, yang bermakna bahwa terdapat perusahaan yang memberikan persentase dividen yang tinggi yaitu 72,66% dari laba bersihnya dalam periode tertentu. Rata-rata nilai DPR sebesar 34,1980% yang menunjukkan bahwa dari rata-rata sampel perusahaan yang diambil memberikan dividen sebesar 34,1980% dari laba bersihnya dalam periode tertentu.

4. Variabel Nilai Perusahaan (PBV)

Variabel PBV menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku suatu saham. Semakin tinggi rasio PBV, maka semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Berdasarkan tabel diatas nilai minimum PBV yaitu sebesar 0,14, yang berarti terdapat satu perusahaan yang memiliki harga pasar saham dibawah nilai buku sahamnya. Dimana pasar hanya menghargai saham tersebut sebesar 0,14 kali dari nilai buku sahamnya. Sedangkan nilai maksimum PBV yaitu sebesar 7,83. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat satu perusahaan yang berhasil menciptakan nilai bagi pemegang saham karena harga pasar saham yang dimilikinya tersebut dihargai 7,83 kali lipat dari nilai buku sahamnya. Rata-rata PBV yaitu sebesar 2,39, yang berarti bahwa dari sampel data perusahaan yang diambil memiliki rata-rata tingkat harga pasar saham yang dihargai 2,39 kali lipat dari nilai buku saham.

UJI ASUMSI KLASIK

Dalam pelaksanaan analisis data harus memenuhi uji asumsi klasik. Ada empat alat uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu uji multikolinieritas, uji autokorelasi, uji linieritas, dan uji normalitas data.

Uji Multikolinieritas

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinieritas

Model	Variabel Independen	Variabel Dependen	Collinerity Statistic	
			Tolerance	VIF
Sub Struktur I	ROE	DPR	0,980	1,021
	DER		0,980	1,021
Sub Struktur II	ROE	PBV	0,980	1,021
	DER		0,980	1,021

Berdasarkan tabel hasil uji multikolinieritas di atas, hasil perhitungan nilai tolerance pada sub struktur I dan sub struktur II menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai tolerance kurang dari 0,10. Hasil perhitungan nilai VIF juga menunjukkan hal yang sama, yaitu tidak ada variabel bebas yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi.

Uji Autokorelasi

Tabel 4. Hasil Uji Autokorelasi Sub Struktur I

Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	1.890

a. Predictors: (Constant), DER, ROE

b. Dependent Variable: DPR

Tabel 5. Hasil Uji Auto korelasi Sub Struktur II

Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	2.452

a. Predictors: (Constant), DER, ROE

b. Dependent Variable: PBV

Tabel 6. Hasil Uji Autokorelasi Sub Struktur III

Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	2.370

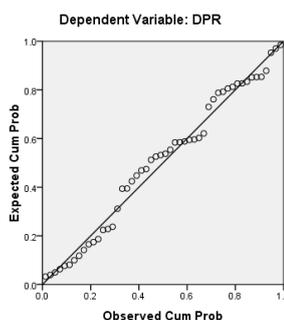
a. Predictors: (Constant), DPR

b. Dependent Variable: PBV

Berdasarkan tabel uji autokorelasi diatas, diperoleh nilai Durbin-Watson masing-masing pada sub struktur I yaitu sebesar 1,890 dan pada sub struktur II sebesar 2,452 serta pada sub struktur III sebesar 2,370. Berarti tidak terjadi autokorelasi dalam model regresi yang telah dibuat.

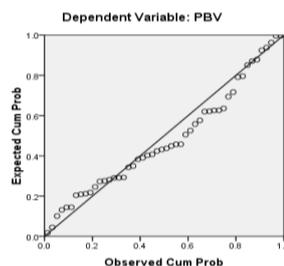
Uji Linearitas

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



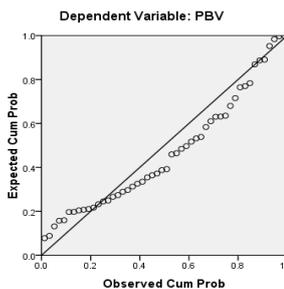
Gambar 1. Hasil Uji Linearitas Sub Struktur I

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Gambar 2. Hasil Uji Linearitas Sub Struktur II

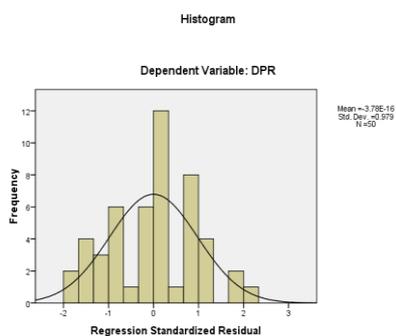
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



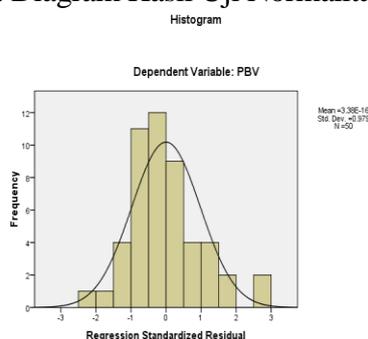
Gambar 3. Hasil Uji Linearitas Sub Struktur III

Dari tampilan grafik pada gambar diatas menunjukkan data sub struktur I, sub struktur II dan sub struktur III sudah membentuk garis lurus dari sisi kiri bawah ke kanan atas sesuai dengan teori linearitas, sehingga dapat disimpulkan bahwa linearitas dalam model regresi ini sudah dipenuhi.

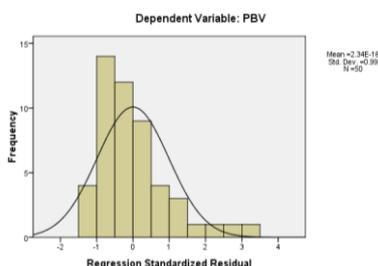
Uji Normalitas



Gambar 4. Diagram Hasil Uji Normalitas Sub Struktur I



Gambar 5. Diagram Hasil Uji Normalitas Sub Struktur II



Gambar 6. Diagram Hasil Uji Normalitas Sub Struktur III

Data berdistribusi normal jika data tersebut membentuk kurva bel. Jika dilihat dari gambar diatas, maka data dianggap berdistribusi normal karena membentuk kurva bel. Dengan demikian model regresi yang dibuat ini sudah layak atau benar.

Tabel 7. Hasil Pengujian Normalitas *Sample Kolmogorov-Smirnov*
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		ROE	DER	DPR	PBV
N		50	50	50	50
Normal Parameters ^a	Mean	15.9110	106.2800	34.1972	2.3928
	Std. Deviation	7.95467	65.77297	17.96704	1.57540
Most Extreme Differences	Absolute	.073	.188	.086	.114
	Positive	.073	.188	.073	.114
	Negative	-.068	-.117	-.086	-.083
Kolmogorov-Smirnov Z		.516	1.331	.605	.803
Asymp. Sig. (2-tailed)		.953	.058	.857	.540

a. Test distribution is Normal.

Berdasarkan tabel diatas dapat terlihat bahwa dari hasil uji Kolmogorov-Smirnov untuk variabel ROE, DER, DPR, dan PBV memiliki nilai *asympt. Sig (2-tailed) > 0,05* (diatas 0,05). Hal ini berarti bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas.

Uji F dan R²

Uji F

Uji F digunakan untuk menguji koefisien jalur secara menyeluruh. Uji F digunakan untuk melihat pengaruh variabel-variabel independen secara keseluruhan terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan angka signifikansi level. Jika nilai signifikansi lebih kecil atau sama dengan 0,05 maka terdapat pengaruh yang signifikan.

Tabel 8. Hasil Uji F Sub Struktur I

ANOVA ^b		F	Sig.
1	Regression	5.924	.005 ^a
	Residual		
	Total		

a. Predictors: (Constant), DER, ROE

b. Dependent Variable: DPR

Berdasarkan tabel 8 di atas terlihat bahwa nilai signifikansi F sebesar 0,005. Maka H_{01} ditolak dan H_{a1} diterima karena nilai signifikansinya $< 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara ROE dan DER secara bersama-sama (simultan) terhadap DPR.

Tabel 9. Hasil Uji F Sub Struktur II

ANOVA ^b		F	Sig.
I	Regression	11.047	.000 ^a
	Residual		
	Total		

a. Predictors: (Constant), DER, ROE

b. Dependent Variable: PBV

Berdasarkan tabel IV.9 di atas terlihat bahwa nilai signifikansi F sebesar 0,000. Maka H_{02} ditolak dan H_{a2} diterima karena nilai signifikansinya $< 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara ROE dan DER secara bersama-sama (simultan) terhadap PBV.

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Koefisien determinasi (R²) merupakan nilai yang menunjukkan berapa besar varian dalam satu variabel yang ditentukan atau diterangkan oleh satu atau lebih variabel lain dan berapa besar varian dalam satu variabel tersebut berhubungan dengan varian dalam variabel lainnya. Berikut hasil pengujian R² pada ketiga sub struktur.

Tabel 10. Hasil Uji R² Sub Struktur I

Model Summary ^b	
Model	Adjusted R Square
1	.167

a. Predictors: (Constant), DER, ROE

b. Dependent Variable: DPR

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa nilai R square (R^2) menunjukkan angka 0,167 atau 16,7%.

Hal ini berarti hanya 16,7% variabel DPR dapat dijelaskan oleh variabel ROE dan DER, sedangkan sisanya 83,3% ($100\% - 16,7\%$) dijelaskan oleh variabel lain.

Tabel 11. Hasil Uji R^2 Sub Struktur II

Model Summary ^a	
Model	Adjusted R Square
1	.291

a. Predictors: (Constant), DER, ROE

b. Dependent Variable: PBV

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa nilai R square (R^2) menunjukkan angka 0,291 atau 29,1%. Hal ini berarti hanya 29,1% variabel PBV dapat dijelaskan oleh variabel ROE dan DER, sedangkan sisanya 70,9% ($100\% - 29,1\%$) dijelaskan oleh variabel lain.

Tabel 12. Hasil Uji R^2 Sub Struktur III

Model Summary ^a	
Model	Adjusted R Square
1	.053

a. Predictors: (Constant), DPR

b. Dependent Variable: PBV

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa nilai R square (R^2) menunjukkan angka 0,053 atau 5,3%. Hal ini berarti hanya 5,3% variabel PBV dapat dijelaskan oleh variabel DPR, sedangkan sisanya 94,7% ($100\% - 5,3\%$) dijelaskan oleh variabel lain.

Uji t

Uji t digunakan untuk menguji koefisien jalur secara parsial atau individu. Uji t digunakan untuk mengetahui signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan angka signifikansi level. Jika nilai signifikansi lebih kecil atau sama dengan 0,05 maka terdapat pengaruh yang signifikan.

Tabel 13. Hasil Uji t Sub Struktur I

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	41.158	6.897		5.967	.000
	ROE	.308	.297	.136	1.035	.306
	DER	-.112	.036	-.408	-3.101	.003

a. Dependent Variable: DPR

Dari tabel di atas dapat terlihat bahwa variabel ROE memiliki nilai signifikansi sebesar 0,306. Dengan demikian H_{01b} diterima dan H_{a1b} ditolak, karena nilai signifikansinya $> 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ROE tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR.

Variabel DER diketahui memiliki nilai signifikansi sebesar 0,003. Dengan demikian H_{01c} diterima dan H_{a1c} ditolak, karena nilai signifikansinya $< 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa DER memiliki pengaruh yang signifikan dan bersifat negatif terhadap DPR.

Tabel 14. Hasil Uji t Sub Struktur II

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.794	.555		1.430	.159
	ROE	.110	.024	.553	4.542	.000
	DER	-.114	.292	-.048	-.391	.697

a. Dependent Variable: PBV

Dari tabel di atas dapat terlihat bahwa variabel ROE memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000. Dengan demikian H_{02b} ditolak dan H_{a2b} diterima, karena nilai signifikansinya $< 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ROE memiliki pengaruh yang signifikan dan bersifat positif terhadap PBV.

Sedangkan variabel DER diketahui memiliki nilai signifikansi sebesar 0,697. Dengan demikian H_{02c} diterima dan H_{a2c} ditolak, karena nilai signifikansinya $> 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa DER tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap PBV.

Tabel 15. Hasil Uji t Sub Struktur III

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.586	.470		3.376	.001
	DPR	.024	.012	.269	1.935	.059

a. Dependent Variable: PBV

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa nilai signifikansi variabel DPR sebesar 0,59. Dengan demikian H_{03} diterima dan H_{a3} ditolak, karena memiliki nilai signifikansi $> 0,05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa DPR tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap PBV.

Model Regresi

Analisis regresi dilakukan untuk melakukan analisa terhadap variabel independen yaitu ROE, DER, dan DPR. Berdasarkan hipotesis yang telah dirumuskan dalam penelitian ini, maka dibuat tiga persamaan struktural yaitu persamaan regresi yang menunjukkan hubungan yang dihipotesiskan. Berikut hasil persamaan struktural yang telah dibuat :

a. Berdasarkan tabel 13 di atas, maka diperoleh persamaan regresi pada sub struktur I sebagai berikut :

$$\text{DPR} = 41,158 + 0,308 \text{ ROE} - 0,112 \text{ DER}$$

Penjelasan dari persamaan model sub struktur I di atas dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Koefisien jalur dari ROE diperoleh sebesar 0,308. Koefisien tersebut bernilai positif dan memiliki arti bahwa jika terjadi peningkatan ROE sebesar 1%, maka akan terjadi peningkatan pada DPR sebesar 0,308 satuan dengan asumsi variabel lainnya konstan atau tetap.
 2. Koefisien jalur dari DER diperoleh sebesar -0,112. Koefisien tersebut bernilai negatif dan memiliki arti bahwa jika terjadi peningkatan DER sebesar 1%, maka akan terjadi penurunan DPR sebesar 0,112 satuan dengan asumsi variabel lainnya konstan atau tetap dan sebaliknya.
- b. Berdasarkan tabel 14 di atas, maka diperoleh persamaan regresi pada sub struktur II sebagai berikut :

$$\text{PBV} = 0,755 + 0,110 \text{ ROE} - 0,001 \text{ DER}$$

Penjelasan dari persamaan model sub struktur II di atas dapat dijabarkan sebagai berikut :

1. Koefisien jalur dari ROE diperoleh sebesar 0,110. Koefisien tersebut bernilai positif dan memiliki arti bahwa jika terjadi peningkatan ROE sebesar 1%, maka akan terjadi peningkatan pada PBV 0,110 kali dengan asumsi variabel lainnya konstan atau tetap.
2. Koefisien jalur dari DER diperoleh sebesar -0,001. Koefisien tersebut bernilai negatif dan memiliki arti bahwa jika terjadi peningkatan DER sebesar 1%, maka akan terjadi penurunan pada PBV sebesar 0,001 kali dengan asumsi variabel lainnya konstan atau tetap dan sebaliknya.

c. Berdasarkan tabel 15 diatas, maka diperoleh persamaan regresi pada sub struktur III sebagai berikut :

$$\text{PBV} = 1,586 + 0,024 \text{ DPR}$$

Penjelasan dari persamaan model sub struktur III di atas dapat dijabarkan sebagai berikut :

1. Koefisien jalur dari DPR diperoleh sebesar 0,024. Koefisien tersebut bernilai positif dan memiliki arti bahwa jika terjadi peningkatan DPR sebesar 1%, maka akan terjadi peningkatan pada PBV 0,024 kali dengan asumsi variabel lainnya konstan atau tetap.

Interpretasi Analisis Jalur

Koefisien jalur (ρ) sama dengan koefisien regresi yang sudah standarisasi (*standardized regression coefficient*) atau yang disebut juga sebagai bobot beta (β). Bobot beta mempunyai makna sebagai jumlah perubahan dalam variabel dependen (endogenous) yang dihubungkan dengan perubahan (kenaikan dan penurunan) dalam satu standar deviasi pada variabel bebas (exogenous) saat dilakukan pengendalian pengaruh terhadap variabel-variabel lainnya (Sarwono, 2012:35). Hasil koefisien beta (*standardized regression coefficient*) dapat dilihat dalam tabel 13, 14, dan 15 diatas.

Pengaruh langsung atau *Direct Effect (DE)*

Besarnya pengaruh langsung (*Direct Effect*) variabel independen ROE dan DER, serta DPR secara parsial dapat dilihat dari nilai Beta atau *Standardized Coefficients*.

1. Pengaruh variabel ROE terhadap DPR.
 $P_{X_3X_1} = 0,136$
2. Pengaruh variabel DER terhadap DPR.
 $P_{X_3X_2} = -0,408$
3. Pengaruh variabel ROE terhadap PBV.
 $P_{YX_1} = 0,557$
4. Pengaruh variabel DER terhadap PBV.
 $P_{YX_2} = -0,046$
5. Pengaruh variabel DPR terhadap PBV.
 $P_{YX_3} = 0,269$

Pengaruh Tidak Langsung atau *Indirect Effect (IE)*

Untuk menghitung pengaruh tidak langsung atau IE caranya adalah sebagai berikut :

1. Pengaruh variabel ROE terhadap PBV melalui DPR.
 $P_{X_3X_1} \times P_{YX_3} = (0,136 \times 0,269) = 0,0366$
2. Pengaruh variabel DER terhadap PBV melalui DPR.
 $P_{X_3X_2} \times P_{YX_3} = (-0,408 \times 0,269) = -0,1098$

Total atau *Total Effect (TE)*

Untuk menghitung pengaruh total atau TE caranya adalah sebagai berikut :

1. Pengaruh variabel ROE terhadap PBV melalui DPR.
 $P_{X_3X_1} + P_{YX_3} = (0,136 + 0,269) = 0,405$
2. Pengaruh variabel DER terhadap PBV melalui DPR.
 $P_{X_3X_2} + P_{YX_3} = (-0,408 + 0,269) = -0,139$

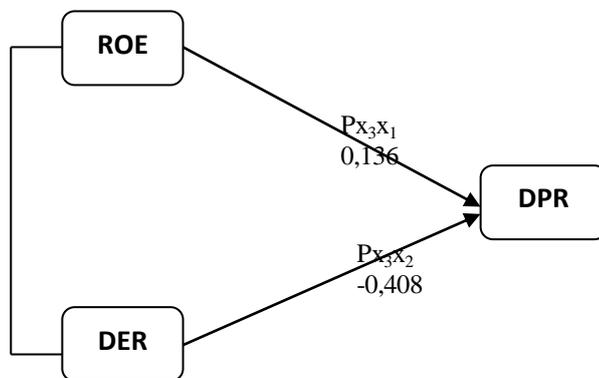
Tabel 16. Matriks Interpretasi Koefisien Jalur

Variabel	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tidak Langsung	Pengaruh Total
$P_{X_3X_1}$	0,136 (Tidak Signifikan)	0,0366 (Tidak Signifikan)	0,405
$P_{X_3X_2}$	-0,408 (Signifikan)	-0,1098 (Tidak Signifikan)	-0,139
P_{YX_1}	0,557 (Signifikan)	-	-
P_{YX_2}	-0,046 (Tidak Signifikan)	-	-
P_{YX_3}	0,269 (Tidak Signifikan)	-	-

Berdasarkan tabel matriks diatas dapat diketahui bahwa pengaruh tidak langsung variabel ROE terhadap PBV melalui DPR memiliki hasil tidak berpengaruh signifikan. Pengaruh tidak langsung variabel DER terhadap PBV melalui DPR pun juga memiliki hasil tidak berpengaruh signifikan. Hal ini dikarenakan terdapat pengaruh langsung yang tidak signifikan variabel DPR terhadap PBV. Sehingga hasil pengaruh tidak langsung pada sub struktur I dan sub struktur II menjadi tidak signifikan.

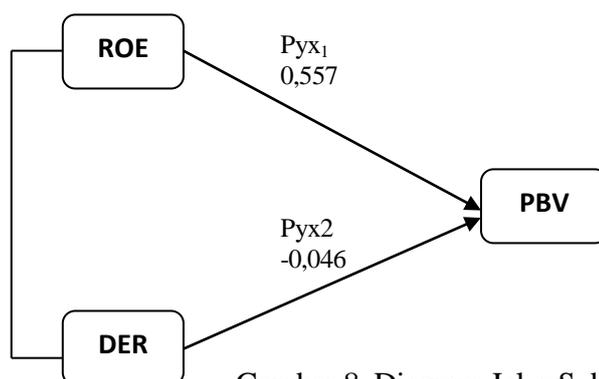
Diagram Jalur

1) Sub Struktur I



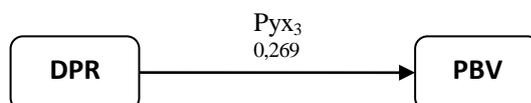
Gambar 7. Diagram Jalur Sub Struktur I

2) Sub Struktur II



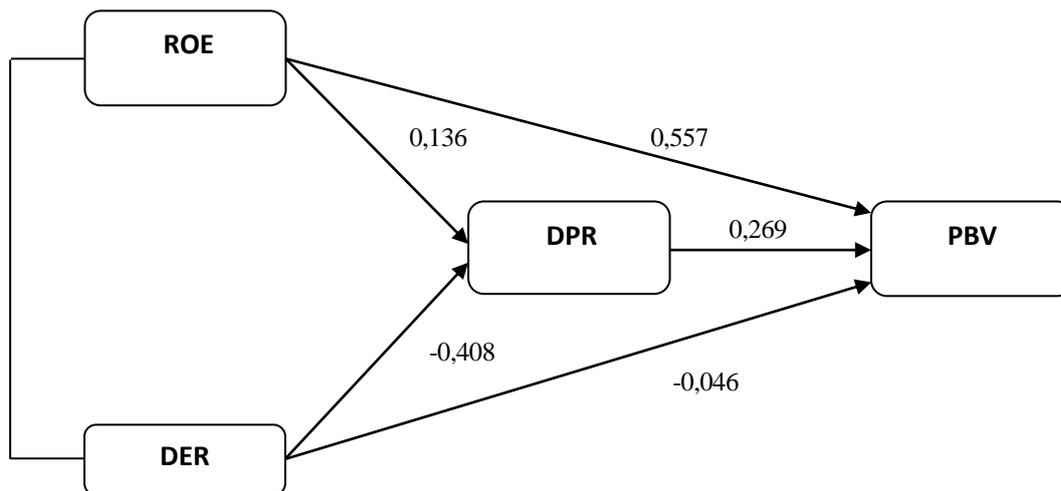
Gambar 8. Diagram Jalur Sub Struktur II

3) Sub Struktur III



Gambar 9. Diagram Jalur Sub Struktur III

4) Diagram Jalur Kompleks



Gambar 10. Diagram Jalur Kompleks

KESIMPULAN

1. Pada sub struktur I, secara simultan variabel independen ROE dan DER menghasilkan angka signifikansi sebesar $0,005 < 0,05$. Hal ini membuktikan bahwa ROE dan DER secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap DPR. Sedangkan dari hasil analisis secara keseluruhan pada sub struktur II, diketahui bahwa variabel ROE dan DER menghasilkan angka signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$. Hal ini membuktikan bahwa ROE dan DER secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap PBV.
2. Secara parsial, variabel ROE terhadap DPR menghasilkan angka signifikansi sebesar $0,306 > 0,05$, yang berarti hipotesis H_{01b} yang menyatakan bahwa ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR. Koefisien jalur positif sebesar 0,308 mengandung makna bahwa variabel ROE memiliki pengaruh yang bersifat positif terhadap DPR.
3. Secara parsial, variabel DER terhadap DPR menghasilkan angka signifikansi sebesar $0,003 < 0,05$, yang berarti hipotesis H_{01c} yang menyatakan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR ditolak dan H_{a1c} diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa DER berpengaruh signifikan terhadap DPR dan memiliki koefisien jalur negatif sebesar -0,112 mengandung makna bahwa variabel DER memiliki pengaruh yang bersifat negatif terhadap DPR.
4. Secara parsial, variabel ROE terhadap PBV menghasilkan angka signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$, yang berarti hipotesis H_{02b} yang menyatakan bahwa ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap PBV ditolak dan H_{a2b} diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel ROE berpengaruh signifikan terhadap PBV. Koefisien jalur positif sebesar 0,110 mengandung makna bahwa variabel ROE memiliki pengaruh yang bersifat positif terhadap PBV.
5. Secara parsial, variabel DER terhadap PBV menghasilkan angka signifikansi sebesar $0,707 > 0,05$, yang berarti hipotesis H_{02c} yang menyatakan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap PBV diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa DER tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap PBV dan memiliki koefisien jalur negatif sebesar -0,001 mengandung makna bahwa variabel DER memiliki pengaruh yang bersifat negatif terhadap PBV.
6. Secara parsial, variabel DPR terhadap PBV menghasilkan angka signifikansi sebesar $0,059 > 0,05$, yang berarti hipotesis H_{03} yang menyatakan bahwa DPR tidak berpengaruh signifikan terhadap PBV diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa DPR tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap PBV. Koefisien jalur positif sebesar 0,024 mengandung makna bahwa variabel DPR memiliki pengaruh yang bersifat positif terhadap PBV.
7. Hasil pengaruh tidak langsung (*Indirect Effect*) variabel ROE terhadap PBV melalui DPR sebesar 0,0366. Sedangkan pengaruh tidak langsung (*Indirect Effect*) variabel DER terhadap PBV melalui DPR menghasilkan angka sebesar -0,1098.

SARAN

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, pembahasan dan kesimpulan diatas, maka saran yang dapat peneliti berikan adalah sebagai berikut :

- a. Diharapkan untuk peneliti selanjutnya dapat mengeksplorasi variabel lain yang diduga berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen. Seperti ROA, kepemilikan manajerial, maupun ROE serta memperpanjang periode penelitian atau menambah sampel penelitian yang mungkin akan memberikan hasil yang lebih baik dalam memprediksi Kebijakan Dividen.
- b. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan objek lain, tidak hanya pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

DAFTAR PUSTAKA

- Brealey, Richard A, Stewart C Myers & Alan J Marcus, 2008, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan Edisi Kelima Jilid 2*, Jakarta : Erlangga.
- Deitiana T, 2009, Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen kas, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No.1, April 2009.
- Dunia Investasi, Prices Historical Jakarta Composite Index (IHSG), diakses 10 Oktober 2014, <http://www.duniainvestasi.com/bei/prices/stock>.
- Fahmi, I, 2012, *Pengantar Pasar Modal*, Bandung : ALFABETA.
- Ghozali, I, 2011, *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19*, Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Harjito D dan Martono, 2013, *Manajemen Keuangan Edisi ke 2*, Yogyakarta : EKONISIA.
- Hartono, J, 2010, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi ketujuh*, Yogyakarta : BPFE-YOGYAKARTA.
- Idawati, Ida Ayu dan Sudiarta, 2014, Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen perusahaan manufaktur di BEI, *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, Vol. 3, No. 6 (2014).
- Juhandi, dkk, 2013, *The Effects of Internal factors and Stock Ownership Structure on Dividend Policy on Company's Value. International Journal of Business and Management Invention*, Volume 2, Issue 1, November 2013.
- Kamaludin dan Indriani, 2012, *Manajemen Keuangan*, Bandung : CV Mandar Maju.
- Karaca dan Savsar, 2012, *The Effect of Financial Ratios on the Firm Value: Evidence From Turkey, Journal of Applied Economic Sciences*, Vol. 7, Issue 1 (19)/Spring 2012.
- Kasmir, 2010, *Pengantar Manajemen Keuangan*, Jakarta : Kencana.
- Manjunatha, 2013, *Impact of Debt-Equity and Dividend Payout Ratio on the Value of the Firm. G.J.C.M.P.* Vol. 2 (2).
- Mardiyati, dkk, 2012, Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesian (BEI) periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, Vol. 3, No. 1, 2012.
- Ningsih, dkk, 2012, Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan (studi kasus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2007-2009). *Jurnal Kajian Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 1, No. 1 (2012).
- Rahayuningtyas, dkk, 2014, Pengaruh rasio-rasio keuangan terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)* (studi pada perusahaan yang *listing* di BEI tahun 2009-2011). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, Vol. 7, No. 2, Januari 2014.
- Sarwono, J, 2012, *Path Analysis*, Jakarta : PT Elex Media Komputindo.
- Sjahrial, D, 2010, *Manajemen Keuangan*, Jakarta : Mitra Wacana Media.
- Sjahrial, D, 2012, *Pengantar Manajemen Keuangan*, Jakarta : Mitra Wacana Media.
- Sitanggang, JP, 2012, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Jakarta : Mitra Wacana Media.
- Sudana, 2011, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Jakarta : Erlangga.
- Van Horne, et.al, 2009, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Jakarta : Salemba Empat.