

ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL, KEPEMILIKAN SAHAM MANAJEMEN, PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN, DAN *LIKUIDITAS*, TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM MENINGKATKAN NILAI PERUSAHAAN

(Studi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2008-2011)

DESSY IRMAWATI

Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro

Abstract

The purpose of this study is analyzing the impact of the variable Debt to Equity Ratio (DER), Insider Ownership (IO), Return On Asset (ROA), Firm Size (SIZE), Current Ratio (CR), on variable Deviden Payout Ratio (DPR) and corporate value on manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange 2008 – 2011 period.

Research using purposive sampling method for taking samples with the following criteria: (1) manufacturing company published financial report during period 2008 - 2011; and (2) manufacturing company which always pays deviden within period of research (2008-2011). The Data was based on publicity Indonesian Capital Market Directory (ICMD) from 2008 to 2011. Sample was acquired 134 observed. Data was analyzed with multi linier regression of ordinary least square and hypotheses was tested using t-statistic and f-statistic at level of significance 1%, 5%, 10%.

Analysis result shows that insider ownership, ROA is partially affecting DPR have a significance value less than 5%, while firm size, liquidity and current ratio are not significant impact on DPR. ROA, DPR and firm size able to affect company value have a significance value less than 5%, while DER, insider ownership, liquidity and current ratio are not significant impact on company value. The implication is that the company should prioritize ROA since ROA is a variable which dominantly affecting DPR and company

value. The meaning of strategy which is done through investment strategy that is based on ROA has positive relationship upon dividend policy which means if the company has high profitability will give increase of dividend policy actually increase company value.

Key Words :

DER, IO, ROA, Size, CR, DPR and corporate value

PENDAHULUAN

Didirikannya sebuah perusahaan memiliki tujuan yang jelas. Ada beberapa hal yang mengemukakan tentang tujuan pendirian suatu perusahaan. Tujuan perusahaan yang pertama adalah untuk mencapai keuntungan maksimal atau laba yang sebesar-besarnya. Tujuan perusahaan yang kedua adalah ingin memakmurkan pemilik perusahaan atau para pemilik saham. Sedangkan tujuan perusahaan yang ketiga adalah memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Ketiga tujuan perusahaan tersebut sebenarnya secara substansial tidak banyak berbeda. Hanya saja penekanan yang ingin dicapai oleh masing-masing perusahaan berbeda antara yang satu dengan yang lainnya. (Martono dan Agus Harjito, 2005)

Nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham. Untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional. Para profesional diposisikan sebagai manajer ataupun komisaris. Baert dan Vennet (2009) menjelaskan bahwa *enterprise value* (EV) atau dikenal juga sebagai *firm value* (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan.

Suatu perusahaan didirikan dengan

harapan untuk berkesinambungan atau *going concern* dan bukan untuk jangka pendek, sehingga perusahaan pada awal didirikan sudah memiliki visi dan misi untuk masa depannya. Perusahaan diharapkan oleh investor dapat tumbuh dan berkembang dengan baik agar memberikan nilai, kekayaan dan manfaat yang baik pula terhadap mereka. Agar hal tersebut dapat tercapai, maka para pemilik modal bisa mempercayakan kepada para profesional (manajerial) atau sering disebut agen yang bertanggung jawab terhadap beberapa keputusan, menurut Suad dan Enny (2004) ada tiga keputusan manajemen keuangan yaitu:

1. Keputusan alokasi dana atau investasi, keputusan ini akan terkait dengan optimasi pembelajaran untuk investasi.
2. Keputusan pendanaan, baik dana yang berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan dimana hal ini terkait dengan struktur modal perusahaan.
3. Kebijakan dividen dengan fungsi untuk mengelola keuntungan perusahaan.

Ketiga keputusan atau fungsi tersebut merupakan fungsi utama dari manajemen keuangan, yang bila dikelola dengan baik dan profesional oleh manajer akan memberikan hasil yang baik terhadap investor seperti harga saham dan pembagian dividen yang semakin meningkat. Tujuan investor menanamkan dana ke dalam suatu perusahaan adalah untuk memperoleh pendapatan dan atau tingkat

pengembalian investasi, baik berupa dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*). Investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil karena dengan stabilitas dividen tersebut dapat meningkatkan kepercayaan terhadap perusahaan, sehingga mengurangi unsur ketidakpastian dalam investasi (Ang, 1997).

Kebijakan dividen suatu perusahaan akan melibatkan dua pihak yang berkepentingan dan saling bertentangan, yaitu kepentingan pemegang saham yang mengharapkan dividen dengan kepentingan perusahaan laba ditahan. Besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan dividen dari masing-masing perusahaan. Para investor biasanya lebih senang membayar dengan harga yang lebih tinggi pada saham yang akan dapat memberikan dividen yang tinggi. Sehingga pembayaran dividen yang tinggi dapat menarik para investor untuk menanamkan modalnya kepada perusahaan (Arihata, 2009).

Okpara, (2010), mengemukakan bahwa isu tentang dividen sangat penting dengan berbagai alasan, antara lain: Pertama, perusahaan menggunakan dividen sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Kedua, dividen memegang peranan penting pada struktur permodalan perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan ini bermula dari bagaimana perlakuan manajemen terhadap keuntungan yang diperoleh perusahaan yang pada umumnya sebagian dari penghasilan bersih setelah pajak dibagikan kepada para investor dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk laba ditahan. Laba ditahan merupakan salah satu dari sumber dana

yang paling penting untuk membiayai *asset growth*, sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para investor. Perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan bersangkutan di satu pihak dan juga dapat membayarkan dividen kepada para investor di lain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan (Norhayati et al., 2011). Dikatakan bertentangan karena semakin tinggi *dividend payout ratio* (DPR) yang ditetapkan oleh suatu perusahaan maka makin kecil dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali di dalam perusahaan. *Dividend payout ratio* atau kebijakan dividen pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan (Mehta, 2012).

Meningkatnya keuntungan sejalan dengan meningkatnya nilai dari perusahaan. Nilai suatu perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan investor pada perusahaan tersebut dan juga dapat menambah investor yang bersedia menanamkan modal ke perusahaan itu. Nilai perusahaan dapat dilihat dari *price book value* (PBV) yang merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham (Robert Ang, 1997). Berdasarkan perbandingan tersebut, harga saham perusahaan dapat diketahui berada di atas atau di bawah nilai buku per lembar sahamnya. Oleh karena itu, keberadaan *price book value* sangat penting bagi para investor untuk menentukan strateginya.

Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Bringham Gapensi, 1999). Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan

dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen aset.

Penelitian ini dijustifikasi adanya *research gap* dari beberapa penelitian terdahulu, Kapoor (2006) menunjukkan adanya pengaruh positif *insider ownership* terhadap DPR, sedangkan Pujiastuti, (2008) menunjukkan adanya pengaruh negatif *insider ownership* terhadap DPR. Arilaha (2009) menunjukkan adanya pengaruh positif profitabilitas terhadap DPR, sedangkan Mehta (2012) menunjukkan adanya pengaruh negatif profitabilitas terhadap DPR. Mehta (2012) menunjukkan adanya pengaruh positif size terhadap DPR, sedangkan Moradi et al., (2012) menunjukkan adanya pengaruh negatif size terhadap DPR. Norhayati et al., (2012) menunjukkan adanya pengaruh positif likuiditas terhadap DPR, sedangkan Pujiastuti (2008) menunjukkan adanya pengaruh negatif terhadap DPR. Eldomiaty (2012) menunjukkan adanya pengaruh positif DPR terhadap nilai perusahaan, sedangkan Baert dan Vennet (2009) menunjukkan adanya pengaruh negatif DPR terhadap nilai perusahaan.

Data empiris mengenai variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu: DPR,

DER, *Profitabilitas*, *Insider Ownership*, *Firm Size*, *likuiditas*, nilai perusahaan dapat dilihat pada Tabel 1.1.

Berdasarkan beberapa pendapat di atas terlihat bahwa masih terdapatnya ketidak konsistenan hasil penelitian tentang kebijakan deviden. Maka penulis tertarik untuk meneliti lebih lanjut mengenai "ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL, KEPEMILIKAN SAHAM MANAJEMEN, PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN, DAN LIKUIDITAS, TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM MENINGKATKAN NILAI PERUSAHAAN(Studi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2008-2011).

Berdasarkan *research gap* dalam penelitian ini, maka permasalahan (*research problem*) dalam penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut: masih terdapat inkonsisten hasil penelitian terhadap kebijakan dividen, disamping adanya fenomena gap.

Berdasarkan *research gap* dan adanya *fenomena gap* dari penelitian ini maka yang menjadi pertanyaan dalam penelitian ini (*re-search question*) adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh *insider ownership* terhadap kebijakan dividen?
2. Bagaimana pengaruh *profitabilitas*

Tabel 1.1:
Rata-rata DPR, DER, Insider Ownership, Profitabilitas, Ukuran perusahaan, Likuiditas, Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Indonesia

| Variabel | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| DER (x) | 0.54 | 0.51 | 0.53 | 0.49 |
| Insider Ownership | 8.19 | 8.19 | 7.79 | 8.15 |
| Profitabilitas (%) | 11.09 | 19.45 | 21.33 | 23.63 |
| Firm Size (Ln Total Asset) | 13.53 | 13.61 | 13.78 | 13.99 |
| Likuiditas (%) | 1.27 | 2.08 | 1.67 | 1.70 |
| DPR (%) | 41.19 | 56.74 | 51.81 | 53.74 |
| Nilai Perusahaan (%) | 6.77 | 6.29 | 8.85 | 9.94 |

Sumber: ICMD, 2012

- terhadap kebijakan dividen?
3. Bagaimana pengaruh *firm size* terhadap kebijakan dividen?
 4. Bagaimana pengaruh *likuiditas* terhadap kebijakan dividen?
 5. Bagaimana pengaruh rasio *debt to equity ratio* terhadap nilai perusahaan?
 6. Bagaimana pengaruh *insider ownership* terhadap nilai perusahaan?
 7. Bagaimana pengaruh *profitabilitas* terhadap nilai perusahaan?
 8. Bagaimana pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan?
 9. Bagaimana pengaruh *likuiditas* terhadap nilai perusahaan?
 10. Bagaimana pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan?

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1. Hipotesis

Hipotesis merupakan suatu proposisi atau anggapan yang mungkin benar, dan sering digunakan sebagai dasar pembuatan keputusan / pemecahan persoalan ataupun untuk dasar penelitian lebih lanjut (Sekaran, 2001)

2.1.1. Pengaruh Insider Ownership terhadap DPR

Masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer, potensial terjadi jika manajer memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Karena tidak semua keuntungan akan dapat dinikmati oleh manajer, mereka tidak akan hanya berkonsentrasi pada maksimisasi kemakmuran pemegang saham (Brigham, 2005).

Pengaruh insider ownership terhadap DPR didukung oleh teori *agency*, dimana dengan adanya saham dari manajer maka mampu menurunkan konflik keagenan yang berakibat manajer mempunyai kepentingan yang sama

dengan pemegang saham yaitu mengharapkan dividen yang besar. Weston dan Copeland, (1997) menyajikan beberapa argumen untuk hipotesa bahwa *insider ownership* dapat bervariasi di antara perusahaan-perusahaan. Umumnya, manfaat-manfaat dari *insider ownership* dihubungkan dengan tambahan dalam potensi kontrol dari para manajer yang mengambil andil besar dalam perusahaan. Biaya dari *insider ownership* ditanggung oleh para *insider* yang harus mengalokasikan sebagian besar dari kekayaan mereka untuk perusahaan, dan harus memegang suatu portofolio yang tak terdiversifikasi (*undiversified*). Di sisi lain, manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan meningkatkan beban bunga pinjaman karena risiko kebangkrutan perusahaan meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi.

Manfaat-manfaat dari *insider ownership* akan sebagian atau seluruhnya terhapuskan oleh biaya-biaya untuk membujuk para manajer untuk tidak mendiversifikasikan (*maldiversity*) kekayaan mereka. Keengganan risiko manajerial dan pembatasan-pembatasan pada manajerial membatasi kemauan dan kemampuan para manajer untuk menjadi pemilik, sehingga akan membatasi suplai *insider ownership*. Para manajer yang enggan risiko (*risk averse*) akan mengambil suatu posisi yang lebih besar dalam suatu perusahaan hanya jika perusahaan tersebut menghasilkan *rate of return* yang lebih tinggi sehingga dapat mengkompensasi risiko yang muncul. Batasan pada kekayaan manajerial berakibat menimbulkan biaya yang lebih tinggi bagi para manajer untuk mengontrol kepentingan / andil dalam perusahaan-perusahaan besar (Kapoor, 2006).

Insider ownership mencerminkan besarnya kepemilikan saham perusahaan oleh

manajemen, hal ini mengindikasikan bahwa manajer yang mempunyai saham yang besar akan bertindak selayaknya pemegang saham sehingga manajer akan lebih berhati-hati terhadap setiap aktivitas investasi yang dilakukannya (Kapoor, 2006). Semakin besar *insider ownership* maka akan semakin besar pula dividend yang dibayarkan. Kapoor, (2006) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap DPR.

H1: Terdapat pengaruh positif *insider ownership* terhadap *dividend payout ratio*

2.1.2. Pengaruh Profitabilitas terhadap DPR

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Dividen adalah merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karenanya dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham, adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak. Karena dividendiambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai *dividend*. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Al Najjar, 2012).

Pengaruh profitabilitas terhadap DPR didukung oleh teori *signalling*, dimana perusahaan akan direspon pasar melalui sinyal-sinyal positif yang dikeluarkan perusahaan, sinyal positif berupa tingkat keuntungan yang tinggi mampu memberikan kemakmuran bagi pemegang saham. *Return on equity* diukur dari profitabilitas/ laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total ekuitasnya yang

mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan. Profitabilitas merupakan faktor terpenting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam *dividend payout ratio*. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat kembalian investasi (*return*) semakin besar. Seperti diuraikan sebelumnya, bahwa *return* yang diterima oleh investor dapat berupa pendapatan dividen dan *capital gain*. Dengan demikian meningkatnya ROA juga akan meningkatkan pendapatan dividen (Al Najjar, 2012),

Shubiri (2011) menemukan profitabilitas perusahaan signifikan positif terhadap DPR pada perusahaan yang *listed* di ASE, Norhayati et al., (2012) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap DPR, hasil penelitian Al Najjar (2012) dan Moradi et al., (2012) menunjukkan profitabilitas signifikan positif terhadap DPR. hal tersebut menjadi dasar untuk dirumuskan dalam hipotesis kedua sebagai berikut:

H2: Terdapat pengaruh positif profitabilitas terhadap *dividend payout ratio*

2.1.3. Pengaruh Firm size terhadap DPR

Suatu perusahaan besar yang sudah mapan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan baru dan yang masih kecil akan mengalami banyak kesulitan untuk memiliki akses ke pasar modal. Karena kemudahan akses ke pasar modal cukup berarti untuk fleksibilitass dan kemampuannya untuk memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan besar mempunyai kesempatan untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar, hal ini akan meningkatkan besarnya dividen yang dibayarkan (Shubiri, 2011).

Pengaruh *firm size* terhadap DPR didukung oleh *signalling theory*, dimana

perusahaan akan direspon pasar melalui sinyal-sinyal positif yang dikeluarkan perusahaan, aset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar aset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan (Al Najjar, 2012).

Al Najjar (2012) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *firm size* mempunyai pengaruh positif terhadap DPR. Hasil penelitian Mehta (2011) menemukan bahwa variabel ukuran perusahaan signifikan positif terhadap kebijakan dividen, Shubiri (2011) menemukan ukuran perusahaan signifikan positif terhadap DPR pada perusahaan yang *listed* di ASE.

H3: Terdapat pengaruh positif *firm size* terhadap *dividend payout ratio*

2.1.4. Pengaruh Likuiditas terhadap DPR

Okpara, (2010) menunjukkan bahwa posisi *likuiditas* merupakan variabel penting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam kebijakan dividen. Namun posisi likuiditas menunjukkan variabel yang lebih penting daripada investasi dalam pengambilan keputusan dividen. Perusahaan yang menunjukkan kendala pembayaran (kekurangan likuiditas) mengarahkan manajemen untuk membatasi pertumbuhan dividen (Okpara, 2010). Dengan kata lain, meningkatnya posisi likuiditas juga akan meningkatkan pembayaran dividen.

Pengaruh likuiditas terhadap DPR didukung oleh *signalling theory*, dimana

perusahaan akan direspon pasar melalui sinyal-sinyal positif yang dikeluarkan perusahaan, likuiditas merupakan faktor yang penting yang harus dipertimbangkan sebelum memutuskan besarnya pembayaran dividen kepada pemegang saham. Pembayaran dividen merupakan arus kas keluar, *free cash flow* yang tinggi akan memungkinkan perusahaan lebih berfokus pada pembayaran dividen atau menyelesaikan hutang untuk mengurangi biaya keagenan (Mehta, 2012). Sehingga semakin kuat cash ratio perusahaan, berarti semakin besar kemampuan untuk membayar dividen. Sehingga antara variabel likuiditas mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* (Mehta, 2012).

Norhayati et al., (2012) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap DPR, Okpara (2010) menemukan bahwa variabel likuiditas berpengaruh positif terhadap DPR, Hasil penelitian Moradi et al., (2012) menunjukkan likuiditas berpengaruh signifikan positif terhadap DPR pada perusahaan yang *listed* di Tehran Stock Exchange.

H4: Terdapat pengaruh positif *likuiditas* terhadap *dividend payout ratio*

2.1.5. Pengaruh DER terhadap Nilai Perusahaan

Setiap perusahaan menginginkan adanya kelangsungan operasinya dan pertumbuhan di masa yang akan datang. Salah satu keputusan penting yang harus dilakukan manajer (keuangan) dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi pendanaan yang diambil perusahaan yang menunjukkan komposisi modal internal dan eksternal. Pendanaan yang diambil perusahaan ini dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Modigliani & Miller, 1968).

Pengaruh DER terhadap DPR didukung

oleh teori *pecking order*, apabila sumber pendanaan internal tidak mencukupi, maka perusahaan akan mengambil sumber pendanaan dari luar, salah satunya dari hutang. Apabila pendanaan didanai melalui hutang, maka akan terjadi efek *tax deductible* artinya, perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberi manfaat bagi pemegang saham. Pengurangan pajak ini akan menambah laba perusahaan dan dana tersebut dapat dipakai untuk investasi perusahaan di masa yang akan datang ataupun untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham. Apabila hal tersebut dapat dilakukan oleh perusahaan, maka penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat. Sehingga pendanaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian Ekayana (2007), Taswan (2003) menemukan bahwa DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dari telaah teoritis di atas dapat ditarik hipotesis sebagai berikut yaitu :

H5 : DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.1.6. Pengaruh ROA terhadap Nilai Perusahaan

Kinerja perusahaan dalam mengelola manajemen dapat digambarkan dengan profitabilitas. Ang (1997) menyatakan bahwa rasio profitabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Profitabilitas merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi nilai dari perusahaan.

Pengaruh profitabilitas terhadap DPR didukung oleh teori *signalling*, dimana perusahaan akan direspon pasar melalui sinyal-sinyal positif yang dikeluarkan perusahaan, sinyal positif berupa tingkat keuntungan yang tinggi mampu memberikan kemakmuran bagi pemegang saham dalam meningkatkan nilai

perusahaan.

Banyak penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan telah dilakukan. Penelitian mengenai pengaruh kinerja keuangan dalam hal ini *return on asset* terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power asset* perusahaan. Pengaruh positif *earnings power asset* pada nilai perusahaan menunjukkan bahwa semakin tinggi *earnings power* semakin efisien perputaran *asset* dan semakin tinggi *profit margin* yang diperoleh perusahaan sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Ekayana (2007), Soliha (2002) menemukan hasil bahwa *Return On Assets* (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H6 : ROA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.1.7. Pengaruh Firm size terhadap Nilai Perusahaan

Perusahaan ada yang berukuran kecil dan ada yang berukuran besar. Perusahaan yang kecil memberikan kontribusi kecil kepada ekonomi suatu Negara, akan tetapi keberadaan perusahaan tersebut mudah pecah dan rentan terhadap kegagalan karena memiliki *poor management dan particularly financial management* (Weston dan Bringham, 2000). Perusahaan yang kecil tidak mudah dalam memperoleh pinjaman (hutang dari bank atau kreditur) berbeda dengan perusahaan yang berukuran besar. Perusahaan yang berukuran besar dapat dengan mudah masuk kedalam pasar modal dalam memperoleh pendanaan (Weston dan Bringham, 2000).

Pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan didukung oleh teori *signalling*, dimana perusahaan akan direspon pasar melalui

sinyal-sinyal positif yang dikeluarkan perusahaan. Suatu perusahaan besar yang sudah mapan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan baru dan yang masih kecil akan mengalami banyak kesulitan untuk memiliki akses ke pasar modal. Karena kemudahan akses ke pasar modal cukup berarti untuk fleksibilitas dan kemampuannya untuk memperoleh dana yang lebih besar. Kemudahan ini merupakan informasi baik bagi pengambil keputusan investasi, yang dapat merefleksikan nilai perusahaan di masa mendatang.

Sejalan dengan hal tersebut, penelitian di BEJ yang dilakukan oleh Soliha (2002) pada perusahaan manufaktur menyimpulkan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang mempunyai ukuran besar memiliki fleksibilitas dan aksesibilitas untuk memperoleh dana dari pasar modal. Sesuai dengan *signalling theory* kemudahan tersebut ditangkap investor sebagai sinyal positif dan prospek yang baik sehingga dapat memberikan pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ekayana (2007), Suharli (2006) bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H7 : Firm size berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.1.8. Pengaruh Insider Ownership terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh *insider ownership* terhadap nilai perusahaan didukung oleh teori *agency*, dimana dengan adanya saham dari manajer maka mampu menurunkan konflik keagenan yang berakibat manajer mempunyai kepentingan yang sama dengan pemegang saham, untuk mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan dengan peningkatan *insider ownership*

dengan harapan akan terjadi penyebaran resiko. Para manajer umumnya mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik. Para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik manajer. Hal ini akan meningkatkan beban bunga hutang karena resiko kebangkrutan perusahaan yang meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi pada gilirannya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh pemilik *insider*, maka *insiders* akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya, namun juga akan menanggung risiko secara langsung bila keputusan itu salah. Kepemilikan oleh *insider* juga akan mengurangi alokasi sumber daya yang tidak benar (*misallocation*). Dengan demikian kepemilikan saham oleh *insider* merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Taswan, 2003).

Hal ini didukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Ekayana (2007), Taswan (2003), Soliha (2002) yang menunjukkan hasil bahwa *Insider Ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, bahwa manajemen perlu menyusun struktur dan komposisi *insider ownership* yang optimal agar dapat memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Temuan-temuan tersebut mengindikasikan bahwa investor mempertimbangkan variabel *insider ownership* sebagai salah satu rasionalisasi mereka dalam mengambil keputusan investasi. Fenomena tersebut menunjukkan bahwa *insider ownership* merupakan insentif bagi peningkatan nilai perusahaan. Berdasarkan tinjauan pustaka tersebut, maka dirumuskan hipotesis berikut:

H8 : Insider Ownership berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.1.9. Pengaruh Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan

Bambang Riyanto (2001) menyatakan bahwa likuiditas berhubungan dengan masalah kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang segera harus dipenuhi. Jumlah alat-alat pembayaran (alat-alat likuid) yang dimiliki oleh suatu perusahaan pada suatu saat tertentu merupakan kekuatan membayar dari perusahaan yang bersangkutan, Meningkatnya keuntungan sejalan dengan meningkatnya nilai dari perusahaan.

Nilai suatu perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan investor pada perusahaan tersebut dan juga dapat menambah investor yang bersedia menanamkan modal ke perusahaan itu. Nilai perusahaan dapat dilihat dari *price book value* (PBV) yang merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham (Robert Ang, 1997). Berdasarkan perbandingan tersebut, harga saham perusahaan dapat diketahui berada di atas atau di bawah nilai buku per lembar sahamnya. Oleh karena itu, keberadaan *price book value* sangat penting bagi para investor untuk menentukan strateginya posisi likuiditas menunjukkan salah satu variabel yang diperhitungkan dalam peningkatan nilai perusahaan.

Pengaruh likuiditas terhadap PBV didukung oleh teori *signalling*, dimana perusahaan akan merespon pasar melalui sinyal-sinyal positif yang dikeluarkan perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Ginting (2005) yang menemukan bahwa di antara faktor-faktor fundamental yang dianalisis, yaitu: *Dividend Payout Ratio (DPR)*, *Growth* dan *Likuiditas (Current Ratio)*; ternyata hanya *Current Ratio* yang secara konsisten dan signifikan mempengaruhi rasio PBV. Selain itu, penelitian tersebut juga melihat bagaimana rasio PBV sebagai salah satu informasi akuntansi berguna dalam penilaian saham sehingga berguna bagi pengambilan keputusan investasi

H9 : Likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.1.10. Pengaruh DPR terhadap PBV

Teori signaling menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Dividen memberikan informasi atau isyarat mengenai keuntungan perusahaan karena pembayaran dividen akan meningkatkan keyakinan akan keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memiliki sasaran rasio pembayaran dividen yang stabil selama ini dan perusahaan dapat meningkatkan rasio tersebut, para investor akan percaya bahwa manajemen mengumumkan perubahan positif pada keuntungan yang diharapkan perusahaan. Isyarat yang diberikan kepada investor adalah bahwa manajemen dan dewan direksi sepenuhnya merasa yakin bahwa kondisi keuangan lebih baik daripada yang direfleksikan pada harga saham. Peningkatan dividen ini akan dapat memberikan pengaruh positif pada harga saham yang nantinya berpengaruh positif terhadap PBV (Van Horne dan Wachowicz, 1998).

Nilai perusahaan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan membayar dividen. Besarnya dividen ini dapat mempengaruhi harga saham. Apabila dividen yang dibayar tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi. Sebaliknya bila jika dividen yang dibayarkan kecil maka harga saham perusahaan tersebut juga rendah. Kemampuan membayar dividen erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar dividen juga besar. Oleh karena itu, dengan dividen yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan. (Matono dan Agus Harjito, 2005)

Eldomiaty (2012) menyatakan bahwa

hubungan kebijakan dividen dan nilai perusahaan merupakan hubungan non-monotonik. Hubungan non-monotonik antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan di sebabkan adanya insentif yang dimiliki oleh manajer dan mereka cenderung berusaha untuk melakukan penyesuaian kepentingan dengan *outside owners* dengan cara meningkatkan kepemilikan saham mereka jika nilai perusahaan yang berasal dari investasi meningkat. Didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Hasnawati (2008), Eldomiaty (2012) dan Ni Gusti Putu Wirawati (2008) yang menunjukkan DPR berpengaruh positif terhadap *price book value*

Berdasarkan uraian diatas, maka dapat disimpulkan hipotesis pertama sebagai berikut:

H10: Terdapat pengaruh positif *dividend payout ratio* terhadap nilai perusahaan

2.2 Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasar konsep-konsep dasar teori dan hasil-hasil penelitian terdahulu tersebut maka faktor-faktor yang dapat digunakan untuk

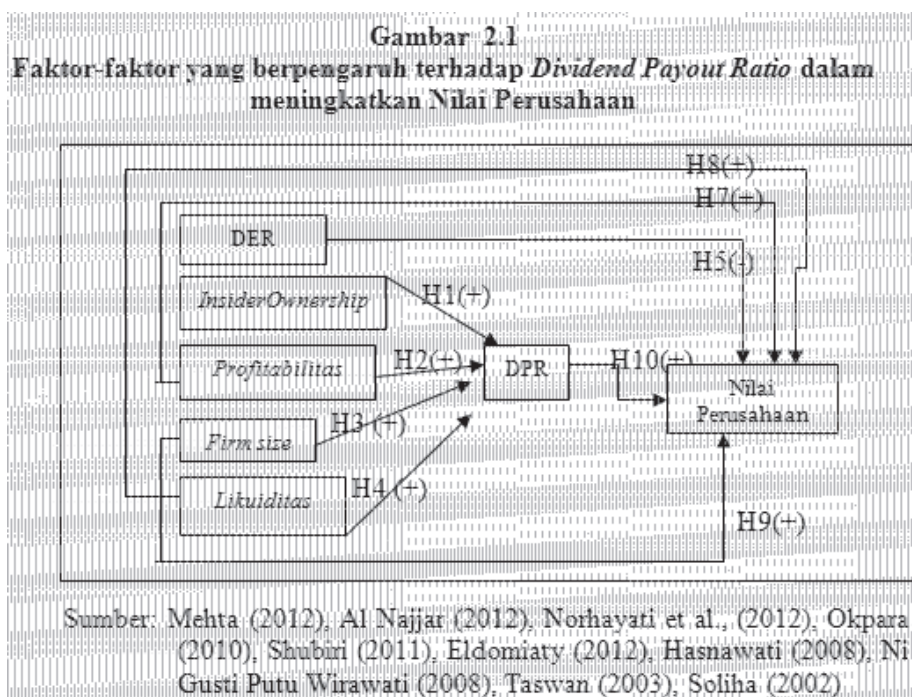
memprediksi *dividend payout ratio* adalah DER, *insider ownership*, *profitabilitas*, *likuiditas* dan *firm size*. Permasalahan dalam penelitian ini adalah masih terdapat inkonsisten hasil penelitian terhadap DPR dan bagaimana dampaknya pada nilai perusahaan, disamping adanya *fenomena gap*. Penelitian ini didasarkan adanya research gap dari beberapa peneliti terdahulu.

Atas dasar analisis faktor-faktor tersebut maka pengaruh dari masing-masing variabel tersebut terhadap DPR dapat digambarkan dalam kerangka pemikiran teoritis seperti ditunjukkan dalam Gambar 2.1.

Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* dalam meningkatkan Nilai Perusahaan

III. METODE PENELITIAN

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria (1) Perusahaan manufaktur yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan



(2008-2011); dan (2) Perusahaan manufaktur yang selalu membagikan dividen (2008-2011). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 134 amatan. Metode penelitian menggunakan teknik analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%.

IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Pengujian Hipotesis

Analisis regresi dilakukan setelah melalui pengujian penyimpangan terhadap asumsi klasik di atas yang menurut Algifari (1997) bahwa penyimpangan asumsi klasik yang sangat berpengaruh terhadap pola perubahan variabel dependen adalah multikolinearitas, heteroskedastisitas. Sedangkan penyimpangan asumsi klasik lainnya sedikit atau bahkan tidak berpengaruh terhadap pola perubahan variabel dependen. Berdasarkan hasil pengujian asumsi klasik tersebut menunjukkan bahwa model penelitian yang digunakan telah memenuhi persyaratan analisis regresi.

Sesuai output SPSS versi 11.5 bahwa kelima variabel independen tersebut (IO, ROA, size

dan CR) secara bersama-sama berpengaruh terhadap DPR seperti ditunjukkan pada Tabel 4.1.

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 2,977 dan nilai signifikansi sebesar 0,002. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat kepercayaan yang digunakan 5%, berarti terdapat pengaruh yang signifikan variabel-variabel IO, ROA, SIZE dan CR secara bersama-sama terhadap variabel DPR atau dengan kata lain model layak (*goodness of fit*).

Sedangkan pengaruh keenam variabel independen (DER, IO, ROA, size, CR, dan DPR) secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan seperti ditunjukkan pada Tabel 4.2.

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 2,537 dan nilai signifikansi sebesar 0,031. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat kepercayaan yang digunakan 5%, berarti terdapat pengaruh yang signifikan variabel-variabel DER, IO, ROA, size, CR, dan DPR secara bersama-sama terhadap variabel nilai perusahaan atau dengan kata lain model layak (*goodness of fit*).

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,400 atau 40% hal ini berarti hanya 40% variasi DPR yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu: IO, ROA, size dan CR sedangkan sisanya sebesar 60%

Tabel 4.1
Hasil Perhitungan Uji F Persamaan 1

| ANOVA ^a | | | | | | |
|--------------------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
| 1 | Regression | 6,985 | 4 | 1,746 | 2,977 | ,002 ^a |
| | Residual | 50,345 | 57 | ,883 | | |
| | Total | 57,330 | 61 | | | |

a. Predictors: (Constant), LnCR, LnIO, LnROA, LnSIZE

b. Dependent Variable: LnDPR

Sumber: Output SPSS (2013)

Tabel 4.2
Hasil Perhitungan Uji F Persamaan 2

ANOVA^a

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 10,475 | 6 | 1,746 | 2,537 | ,031 ^a |
| | Residual | 37,348 | 55 | ,688 | | |
| | Total | 48,324 | 61 | | | |

a. Predictors: (Constant), LnDPR, LnSIZE, LnROA, LnIO, LnCR, LnDER

b. Dependent Variable: LnPBV

Sumber: Output SPSS (2013)

Tabel 4.3 Persamaan 1
Adjusted R²

Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,549 ^a | ,422 | ,400 | ,93981 |

a. Predictors: (Constant), LnCR, LnIO, LnROA, LnSIZE

b. Dependent Variable: LnDPR

Sumber: Output SPSS (2013)

dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model. Besarnya nilai *Adjusted R²* dapat dijelaskan pada Tabel 4.3.

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,131 atau 13,1% hal ini berarti hanya 13,1% variasi nilai perusahaan yang bisa dijelaskan oleh variasi dari keenam variabel bebas yaitu: DER, IO, ROA, size, CR, dan DPR, sedangkan sisanya sebesar 86,9% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model. Besarnya nilai *Adjusted R²* dapat dijelaskan pada Tabel 4.4.

Sementara itu secara parsial pengaruh dari kelima variabel independen (IO, ROA, size dan CR) tersebut terhadap DPR ditunjukkan pada Tabel 4.5.

Hasil Perhitungan Regresi Parsial Persamaan 1

*) significant at level 1%

**) significant at level 5%

Sumber: Output SPSS (2013)

$$\text{Ln DPR} = 2,630 + 0,264 \text{ Ln IO} + 0,335 \text{ Ln ROA} + 0,134 \text{ Ln Size} + 0,265 \text{ Ln CR}$$

Dari Tabel 4.5, diketahui besarnya nilai koefisien regresi dari masing-masing variabel ROA, CR, IO, dan size masing-masing sebesar -0,335; 0,265; 0,264 dan 0,134. Dari hasil analisis menunjukkan bahwa ROA secara parsial berpengaruh signifikan terhadap DPR pada level 5%, insider ownership secara parsial berpengaruh signifikan terhadap DPR, pada level

Tabel 4.4
Adjusted R² Persamaan 2

Model Summary^a

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,466 ^a | ,217 | ,131 | 82955 |

a. Predictors: (Constant), LnDPR, LnSIZE, LnROA, LnIO, LnCR, LnDER

b. Dependent Variable: LnPBV

Sumber: Output SPSS (2013)

Tabel 4.5
Hasil Perhitungan Regresi Parsial Persamaan 1

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 2,630 | 1,271 | | 2,069 | ,043 |
| | LnIO | ,113 | ,056 | ,264 | 2,032 | ,047 |
| | LnROA | ,346 | ,142 | ,335 | 2,436 | ,018 |
| | LnSIZE | ,081 | ,085 | ,134 | ,952 | ,345 |
| | LnCR | ,318 | ,313 | ,265 | 1,014 | ,315 |

a. Dependent Variable: LnDPR

*) significant at level 1%

**) significant at level 5%

Sumber: Output SPSS (2013)

5%, sedangkan size dan current ratio tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR, sehingga dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{Ln DPR} = 2,630 + 0,264 \text{ Ln IO} + 0,335 \text{ Ln ROA} + 0,134 \text{ Ln Size} + 0,265 \text{ Ln CR}$$

Sementara itu secara parsial pengaruh dari keenam variabel independen tersebut terhadap nilai perusahaan ditunjukkan pada Tabel 4.6.

Dari Tabel 4.6, diketahui besarnya nilai

koefisien regresi dari masing-masing variabel DER, IO, ROA, size, CR dan DPR masing-masing sebesar -0,088; 0,007; 0,318; 0,250; 0,203 dan 0,382. ROA, size, DPR mampu mempengaruhi nilai perusahaan pada level 5%, sedangkan DER, insider ownership, dan current ratio tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{Ln Nilai Perusahaan} = 2,559 - 0,088 \text{ Ln DER} + 0,007 \text{ Ln IO} + 0,318 \text{ Ln ROA} + 0,250 \text{ Size} - 0,203 \text{ Ln CR} + 0,382 \text{ DPR}$$

Tabel 4.6
Hasil Perhitungan Regresi Parsial Persamaan 2

| Coefficients | | | | | | |
|--------------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 2,559 | 1,226 | | 2,087 | ,042 |
| | LnDER | ,069 | ,229 | ,088 | ,301 | ,764 |
| | LnIO | ,003 | ,054 | ,007 | ,052 | ,959 |
| | LnROA | ,302 | ,139 | ,318 | 2,174 | ,034 |
| | LnSIZE | ,139 | ,069 | ,250 | 2,014 | ,048 |
| | LnCR | ,223 | ,294 | ,203 | ,760 | ,451 |
| | LnDPR | ,110 | ,041 | ,362 | 2,683 | ,017 |

a. Dependent Variable: LnPBV

**) significant at level 5%

Sumber: Output SPSS (2013)

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut di atas dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Uji Hipotesis 1: Pengaruh Insider Ownership terhadap DPR

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,032) dengan nilai signifikansi sebesar 0,047. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis (H2) diterima, sehingga pengaruh IO terhadap DPR signifikan pada level 5%, yang berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel *insider ownership* dengan variabel DPR. Hal ini menunjukkan peningkatan kepemilikan saham manajemen berdampak pada besar kecilnya DPR.

2. Uji Hipotesis 2: Pengaruh ROA terhadap DPR

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,436) dan nilai signifikansi sebesar 0,018. Karena nilai

signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis (H3) diterima yang berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel ROA dengan variabel DPR. Hal ini menunjukkan perusahaan yang *profitable* menunjukkan perusahaan tersebut mempunyai sinyal positif atas pengorbanannya sehingga kesempatan untuk membagikan dividen lebih besar.

3. Uji Hipotesis 3: Pengaruh Size terhadap DPR

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,952) dan nilai signifikansi sebesar 0,345. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis (H4) ditolak yang berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel *size* dengan variabel DPR. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya aset perusahaan yang menunjukkan *size* tidak mempengaruhi besarnya dividen. Alasan *size* tidak berpengaruh signifikan adalah: besarnya DPR lebih ditentukan pada RUPS, sehingga *size* tidak mempengaruhi besarnya kebijakan dividen.

4. Uji Hipotesis 4: Pengaruh CR terhadap DPR

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (1,014) dan nilai signifikansi sebesar 0,315. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis (H5) ditolak, yang berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel CR terhadap variabel DPR. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya CR tidak mempengaruhi besarnya dividen. Alasan *current ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR adalah: perusahaan yang mempunyai aktivitas perusahaan dalam ekspansi usahanya, sehingga kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutang jangka pendek tidak mempengaruhi besar kecilnya dividen yang dibagikan.

5. Uji Hipotesis 5: Pengaruh DER terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-0,301) dan nilai signifikansi sebesar 0,764. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis (H6) ditolak, yang berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel perubahan struktur modal terhadap variabel nilai perusahaan. Alasan DER tidak mempengaruhi nilai perusahaan adalah: peningkatan DER tidak mempengaruhi besarnya nilai perusahaan, hal ini dikarenakan hutang yang dilakukan manajemen perusahaan digunakan untuk meningkatkan operasional perusahaan dalam memenangkan pasar, namun tidak dalam jangka panjang sehingga tidak mempengaruhi nilai perusahaan, yang ditunjukkan dengan besarnya rata-rata DER 1,149, dimana nilai tersebut cukup tinggi, dimana hutang lebih besar dari modal sendiri. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan DER tidak mempengaruhi besarnya nilai perusahaan.

6. Uji Hipotesis 6: Pengaruh Insider Ownership terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,052) dengan nilai signifikansi sebesar 0,959. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis (H7) ditolak, yang berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel *insider ownership* dengan variabel nilai perusahaan. Alasan *insider ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan adalah; kepemilikan saham manajemen tidak berdampak pada besar kecilnya nilai perusahaan, hal ini dikarenakan nilai saham insider yang relatif kecil yaitu sebesar 2,9893%, sehingga monitoring agents yang dilakukan pihak manajer tidak optimal. Hal ini bahwa menunjukkan peningkatan kepemilikan saham manajemen tidak berdampak pada besar kecilnya nilai perusahaan, hal ini dikarenakan nilai saham insider yang relatif kecil.

7. Uji Hipotesis 7: Pengaruh ROA terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil perhitungan uji secara partial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,174) dan nilai signifikansi sebesar 0,034. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis (H8) diterima yang berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel ROA dengan variabel nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan perusahaan yang *profitable* menunjukkan perusahaan tersebut mempunyai sinyal positif atas pengorbanannya sehingga kesempatan untuk mendapatkan nilai yang tinggi dimasa mendatang.

8. Uji Hipotesis 8: Pengaruh Size terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil perhitungan uji secara partial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,014) dan nilai signifikansi sebesar 0,048. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis (H9) diterima yang berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel *size* dengan variabel nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya aset perusahaan yang

menunjukkan size mempengaruhi besarnya nilai perusahaan dimasa mendatang.

9. Uji Hipotesis 9: Pengaruh CR terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,760) dan nilai signifikansi sebesar 0,451. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis (H10) ditolak, yang berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel CR terhadap variabel nilai perusahaan. Alasan *current ratio* tidak mempengaruhi nilai perusahaan adalah: rata-rata CR yang cukup tinggi yaitu sebesar 2,8683 dengan tingkat penyimpangan yang cukup tinggi yaitu 3,07506, hal ini yang menyebabkan CR tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

10. Uji Hipotesis 10: Pengaruh DPR terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,683) dan nilai signifikansi sebesar 0,017. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis (H11) diterima, yang berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel DPR terhadap variabel nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya DPR mempengaruhi besarnya nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa DPR yang tinggi sesuai dengan tujuan perusahaan yaitu kemakmuran pemegang saham, dengan tujuan perusahaan yang terpenuhi maka nilai perusahaan akan meningkat.

4.2. Uji Mediasi

Model penelitian ini menggunakan variabel intervening DPR. Besarnya pengaruh

tidak langsung dari suatu variabel dapat diperoleh dengan mengalikan nilai koefisien *standardized* dari pengaruh-pengaruh tidak langsung tersebut (Ghozali, 2002)

Secara umum perpaduan model 1 dan model 2 dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh tidak langsung dari masing-masing variabel.

Besarnya pengaruh tidak langsung dari masing-masing variabel diperoleh sebagai berikut :

4.2.1. Uji Mediasi Pengaruh IO terhadap Nilai Perusahaan melalui DPR

Pengaruh langsung diperoleh dari nilai beta dari IO terhadap nilai perusahaan, sedangkan pengaruh tidak langsung variabel IO terhadap nilai perusahaan melalui DPR diperoleh dengan mengalikan pengaruh IO terhadap DPR dengan pengaruh DPR terhadap nilai perusahaan sebagai berikut:

$$\text{Pengaruh langsung IO terhadap nilai perusahaan} = 0,007$$

$$\text{Pengaruh tidak langsung melalui DPR} = 0,264 \times 0,382 = 0,100$$

$$\text{Total pengaruh} = 0,007 + 0,100 = 0,107$$

Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien (p_1 dan p_2) sebesar 0,100 signifikan atau tidak, diuji dengan sobel test. Perhitungan sobel test melalui standard error, perhitungan Standar error dari koefisien indirect effect ($S_{p_2p_3}$)

Berdasarkan hasil $S_{p_2p_3}$ maka dapat dihitung nilai t statistik pengaruh mediasi dengan rumus sebagai berikut:

$$S_{p2p3} = \sqrt{p3^2 Sp2^2 + p2^2 Sp3^2 + Sp22 Sp3^2}$$

$$S_{p2p3} = \sqrt{(0,003)^2 (0,056)^2 + (0,113)^2 (0,054)^2 + (0,056)^2 (0,054)^2}$$

$$S_{p2p3} = \sqrt{0,0000000282 + 0,000037 + 0,00000914}$$

$$S_{p2p3} = 0,0000464$$

Oleh karena nilai t hitung = 7,304 lebih besar dari t tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu sebesar 1,96, maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi 0,100 signifikan yang berarti ada pengaruh mediasi. Hal ini menunjukkan bahwa DPR memediasi pengaruh IO terhadap nilai perusahaan.

4.2.2. Uji Mediasi Pengaruh ROA terhadap Nilai Perusahaan melalui DPR

Pengaruh langsung diperoleh dari nilai beta dari ROA terhadap nilai perusahaan, sedangkan pengaruh tidak langsung variabel ROA terhadap nilai perusahaan melalui DPR diperoleh dengan mengalikan pengaruh ROA

terhadap DPR dengan pengaruh DPR terhadap nilai perusahaan sebagai berikut:

Pengaruh langsung ROA terhadap nilai perusahaan = 0,318

Pengaruh tidak langsung melalui DPR = 0,335 x 0,382 = 0,128

Total pengaruh = 0,318 + 0,128 = 0,446

Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien (p1 dan p2) sebesar 0,0059 signifikan atau tidak, diuji dengan sobel test. Perhitungan sobel test melalui standard error, perhitungan Standar error dari koefisien indirect effect (S_{p2p3})

$$S_{p2p3} = \sqrt{p3^2 Sp2^2 + p2^2 Sp3^2 + Sp22 Sp3^2}$$

$$S_{p2p3} = \sqrt{(0,302)^2 (0,142)^2 + (0,346)^2 (0,139)^2 + (0,142)^2 (0,139)^2}$$

$$S_{p2p3} = \sqrt{0,001839 + 0,002313 + 0,00039}$$

$$S_{p2p3} = 0,004542$$

Berdasarkan hasil S_{p2p3} maka dapat dihitung nilai t statistik pengaruh mediasi dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{p2p3}{S_{p2p3}} = \frac{0.1044}{0.004542} = 23.007$$

Oleh karena nilai t hitung = 23,007 lebih besar dari t tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu sebesar 1,96, maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi 0,446 signifikan yang berarti ada pengaruh mediasi. Hal ini menunjukkan bahwa DPR memediasi pengaruh ROA terhadap nilai perusahaan.

4.2.3. Uji Mediasi Pengaruh Size terhadap Nilai Perusahaan melalui DPR

Pengaruh langsung diperoleh dari nilai beta dari size terhadap nilai perusahaan, sedangkan pengaruh tidak langsung variabel size terhadap nilai perusahaan melalui DPR diperoleh dengan mengalikan pengaruh size terhadap DPR dengan pengaruh DPR terhadap nilai perusahaan sebagai berikut:

$$\text{Pengaruh langsung size terhadap nilai perusahaan} = 0,250$$

$$\text{Pengaruh tidak langsung melalui DPR} = 0,134 \times 0,382 = 0,051$$

$$\text{Total pengaruh} = 0,250 + 0,051 = 0,301$$

Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien (p1 dan p2) sebesar 0,051 signifikan atau tidak, diuji dengan sobel test. Perhitungan sobel test melalui standard error, perhitungan Standar error dari koefisien indirect effect (S_{p2p3})

Berdasarkan hasil S_{p2p3} maka dapat dihitung nilai t statistik pengaruh mediasi dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{p2p3}{S_{p2p3}} = \frac{0.01125}{0.000205} = 54,8605$$

Oleh karena nilai t hitung = 54,8605 lebih besar dari t tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu sebesar 1,96, maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi 0,051 signifikan yang berarti ada pengaruh mediasi. Hal ini menunjukkan bahwa DPR memediasi pengaruh size terhadap nilai perusahaan

4.2.4. Uji Mediasi Pengaruh CR terhadap Nilai Perusahaan melalui DPR

Pengaruh langsung diperoleh dari nilai beta dari CR terhadap nilai perusahaan, sedangkan pengaruh tidak langsung variabel CR terhadap nilai perusahaan melalui DPR diperoleh

$$S_{p2p3} = \sqrt{p3^2 Sp2^2 + p2^2 Sp3^2 + Sp22 Sp3^2}$$

$$S_{p2p3} = \sqrt{(0.081)^2 (0.069)^2 + (0.139)^2 (0.085)^2 + (0.069)^2 (0.085)^2}$$

$$S_{p2p3} = \sqrt{0,0000312 + 0,00014 + 0,0000344}$$

$$S_{p2p3} = 0.000205$$

$$S_{p2p3} = \sqrt{p3^2 Sp2^2 + p2^2 Sp3^2 + Sp22 Sp3^2}$$

$$S_{p2p3} = \sqrt{(0,223)^2 (0,313)^2 + (0,318)^2 (0,294)^2 + (0,313)^2 (0,294)^2}$$

$$S_{p2p3} = \sqrt{0,004872 + 0,008741 + 0,008468}$$

$$S_{p2p3} = 0,02208$$

dengan mengalikan pengaruh CR terhadap DPR dengan pengaruh DPR terhadap nilai perusahaan sebagai berikut:

Pengaruh langsung CR terhadap nilai perusahaan = 0,203

Pengaruh tidak langsung melalui DPR = 0,265 x 0,382 = 0,101

Total pengaruh = 0,101 + 0,203 = 0,304

Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien (p1 dan p2) sebesar 0,101 signifikan atau tidak, diuji dengan sobel test. Perhitungan sobel test melalui standard error, perhitungan Standar error dari koefisien indirect effect (S_{p2p3})

Berdasarkan hasil S_{p2p3} maka dapat dihitung nilai t statistik pengaruh mediasi dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{p2p3}{S_{p2p3}} = \frac{0,0709}{0,02208} = 3,211$$

Besar dari t tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu sebesar 1,96, maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi 0,051 signifikan yang berarti ada pengaruh mediasi. Hal ini menunjukkan bahwa DPR memediasi pengaruh CR terhadap nilai perusahaan.

4.3. Pembahasan

Insider ownership menunjukkan adanya pengaruh signifikan positif antara *insider ownership* terhadap DPR., hal ini mengindikasikan bahwa *insider ownership* yang tinggi akan meningkatkan DPR meski pengaruhnya relatif lemah. *Insider ownership* mempunyai tanda positif terhadap DPR, hal ini menunjukkan bahwa pada perusahaan, konflik keagenan cenderung tinggi, namun dengan semakin besarnya saham yang dimiliki oleh manajemen, akan membuat manajer untuk berkerja lebih hati-hati dalam keputusan investasinya mengingat dana besar yang dimiliki perusahaan. Makna strategisnya adalah manajer akan mengharapkan dividen atas investasi yang dimilikinya, sehingga *insider ownership* yang besar akan meningkatkan DPR. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan menjadi lebih berhati-hati dalam keputusan investasinya. Perusahaan perlu meningkatkan *insider ownership*, karena mampu menurunkan konflik keagenan, dengan semakin besarnya saham yang dimiliki oleh manajemen, akan membuat manajer untuk berkerja lebih hati-hati dalam keputusan investasinya mengingat dana besar yang dimiliki perusahaan, karena manajer akan mengharapkan dividen atas investasi yang dimilikinya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Kapoor (2006), Taswan (2003).

ROA menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan terhadap DPR dengan nilai beta sebesar 0,335. Filosofi ini berlaku pada perusahaan, profitabilitas perusahaan yang akan mempengaruhi besarnya pembagian dividennya. Semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan, semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividennya. Makna strategis yang dapat diambil adalah perusahaan yang *profitable* menunjukkan perusahaan tersebut mempunyai sinyal positif atas pengorbanannya sehingga kesempatan untuk membagikan dividen lebih besar. Penelitian ini mendukung penelitian Arilaha (2009), Norhayati et al (2012), Shubiri (2011).

Size tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR, hal ini mengindikasikan bahwa size yang tinggi tidak mempengaruhi besarnya DPR. Size tidak mempengaruhi besarnya DPR diakibatkan karena DPR lebih banyak mempertimbangkan kepentingan yang luas, sehingga pembagian dividen lebih ditentukan pada RUPS. Manajer perusahaan lebih senang hasil keuntungan perusahaan untuk ditempatkan pada proyek-proyek investasi yang lebih menguntungkan daripada membagi dividen, hal ini yang menyebabkan size tidak mempengaruhi DPR. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Moradi et al (2012).

Likuiditas tidak mempengaruhi besarnya DPR, Hal ini mengindikasikan bahwa *current ratio* tidak mempengaruhi besarnya kecilnya pembagian DPR. Perusahaan yang menunjukkan kendala pembayaran (kekurangan likuiditas) mengarahkan manajemen untuk membatasi pertumbuhan dividen. Pembayaran dividen merupakan arus kas keluar, *free cash flow* yang tinggi akan memungkinkan perusahaan lebih berfokus menyelesaikan hutang, dan menyelesaikan operasional yang berhubungan dengan biaya aktivitas perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu

yang dilakukan oleh: Mehta (2012), Arilaha (2009), Al Najjar (2012).

DER tidak mempengaruhi besarnya nilai perusahaan, makna strategis yang diberikan adalah peningkatan DER tidak mempengaruhi besarnya nilai perusahaan, hal ini dikarenakan hutang yang dilakukan manajemen perusahaan digunakan untuk meningkatkan operasional perusahaan, namun tidak dalam jangka panjang sehingga tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Soliha (2002).

Insider ownership tidak mempengaruhi besarnya nilai perusahaan. Makna strategis yang diberikan perusahaan adalah kepemilikan saham manajemen tidak berdampak pada besar kecilnya nilai perusahaan, hal ini dikarenakan nilai saham insider yang relatif kecil dengan rata-rata 2,98%, sehingga monitoring agen yang dilakukan pihak manajer tidak optimal. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Musthafa dan Chyi, (2012)

ROA menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Bagi perusahaan, meningkatkan kinerja keuangan adalah suatu keharusan agar saham perusahaan tetap menarik bagi investor. *Return on asset* (ROA) merupakan salah satu rasio yang mengukur tingkat profitabilitas perusahaan. ROA digunakan untuk mengukur besarnya laba bersih yang dapat diperoleh dari operasional perusahaan dengan menggunakan seluruh kekayaannya. Tinggi rendahnya ROA tergantung pada pengelolaan *asset* perusahaan yang menggambarkan efisiensi operasional perusahaan. Semakin tinggi ROA semakin efisien operasional perusahaan.

Makna strategis yang dapat diambil adalah perusahaan yang *profitable* menunjukkan perusahaan tersebut mempunyai sinyal positif atas pengorbanannya sehingga kesempatan untuk mendapatkan nilai yang tinggi dimasa mendatang, Hasil penelitian ini didukung

Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power asset* perusahaan. Hasil positif menunjukkan bahwa semakin tinggi *earnings power* semakin efisien perputaran *asset* dan semakin tinggi *profit margin* yang diperoleh perusahaan yang berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Ekayana (2007), Soliha (2002) juga menemukan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, ROA merupakan salah satu faktor yang berpengaruh pada nilai perusahaan.

Size mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Makna strategis yang diberikan adalah besar kecilnya aset perusahaan yang menunjukkan *size* mempengaruhi besarnya nilai perusahaan dimasa mendatang. Perusahaan dengan aset yang besar mempunyai keuntungan dalam memasuki pasar yang lebih mudah karena mempunyai jaminan yang besar, dengan aset yang besar perusahaan mempunyai kemungkinan yang besar dalam memperoleh laba, hal tersebut memberikan *value* yang tinggi dimasa mendatang, penelitian ini mendukung penelitian Ekayana (2007), Suharli (2006), Soliha (2002).

Current Rasio tidak mempengaruhi besarnya nilai perusahaan, Hal ini mengindikasikan bahwa *current ratio* yang tinggi tidak mempengaruhi besarnya nilai perusahaan. *Current ratio* tidak mempengaruhi besarnya nilai perusahaan. hal ini dikarenakan *current ratio* yang relatif kecil dengan rata-rata 2,86%, Makna strategisnya adalah perusahaan yang mempunyai aktivitas perusahaan dalam ekspansi usahanya, sehingga kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutang jangka pendek tidak mempengaruhi *value* perusahaan dimasa mendatang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Musthafa dan Chyi, (2012).

DPR mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa DPR yang tinggi sesuai

dengan tujuan perusahaan yaitu kemakmuran pemegang saham, dengan tujuan perusahaan yang terpenuhi maka nilai perusahaan akan meningkat. Jika perusahaan memiliki sasaran rasio pembayaran dividen yang stabil selama ini dan perusahaan dapat meningkatkan rasio tersebut, para investor akan percaya bahwa manajemen mengumumkan perubahan positif pada keuntungan yang diharapkan perusahaan, bahwa perusahaan yang membagikan dividen mengindikasikan bahwa manajer memiliki kemampuan mengelola perusahaan dengan baik dan prospek positif. Hal ini karena untuk membayar dividen diperlukan *cashflow* yang banyak. Karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Hasnawati (2008), Eldomiaty (2012) dan Ni Gusti Putu Wirawati (2008) yang menunjukkan DPR berpengaruh positif terhadap *price book value*

V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan

Temuan dari penelitian yang menjelaskan hubungan variabel DER, IO, ROA, size dan CR terhadap variabel DPR dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2011 menghasilkan beberapa simpulan sebagai berikut:

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 diterima menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara variabel *insider ownership* dengan variabel DPR. Hal ini bahwa menunjukkan peningkatan kepemilikan saham manajemen berdampak pada besar kecilnya DPR.
2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 diterima menunjukkan terdapat pengaruh signifikan antara variabel ROA dengan variabel DPR.

Hal ini menunjukkan perusahaan yang profitable menunjukkan perusahaan tersebut mempunyai sinyal positif atas pengorbanannya sehingga kesempatan untuk membagikan dividen lebih besar.

3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3 ditolak menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel size dengan variabel DPR. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya aset perusahaan yang menunjukkan size tidak mempengaruhi besarnya dividen.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 ditolak menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel CR terhadap variabel DPR. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya CR tidak mempengaruhi besarnya dividen.
5. Berdasar hasil pengujian hipotesis 5 ditolak menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel perubahan struktur modal terhadap variabel nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan DER tidak mempengaruhi besarnya nilai perusahaan.
6. Berdasar hasil pengujian hipotesis 6 ditolak menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel insider ownership dengan variabel nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan saham manajemen tidak berdampak pada besar kecilnya nilai perusahaan, hal ini dikarenakan nilai saham insider yang relatif kecil.
7. Berdasar hasil pengujian hipotesis 7 diterima menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara variabel ROA dengan variabel nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan perusahaan yang profitable menunjukkan perusahaan tersebut mempunyai sinyal positif atas pengorbanannya sehingga kesempatan untuk mendapatkan nilai yang tinggi dimasa mendatang.
8. Berdasar hasil pengujian hipotesis 8 diterima menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara variabel size dengan variabel

nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya aset perusahaan yang menunjukkan size mempengaruhi besarnya nilai perusahaan dimasa mendatang.

9. Berdasar hasil pengujian hipotesis 9 ditolak menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel CR terhadap variabel nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya CR tidak mempengaruhi besarnya nilai perusahaan.
10. Berdasar hasil pengujian hipotesis 10 diterima menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara variabel DPR terhadap variabel nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya DPR mempengaruhi besarnya nilai perusahaan.
11. Berdasarkan hasil pengujian mediasi terbukti bahwa variabel DPR sebagai variabel intervening melalui sobel test, menunjukkan mampu memediasi variabel IO, ROA, SIZE, CR terhadap variabel nilai perusahaan.

5.2. Implikasi Kebijakan

Implikasi kebijakan yang disarankan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Pada persamaan pertama, perusahaan perlu memprioritaskan ROA. ROA akan dipandang sebagai barometer keberhasilan perusahaan dalam menerapkan kebijakan yang telah diambilnya. Jika kinerja perusahaan yang ditunjukkan oleh rasio profitabilitas baik, yang ditunjukkan oleh besarnya ROA, kemampuan kinerja perusahaan semakin meningkat dapat meningkatkan pembagian deviden.
2. Pada persamaan pertama, perusahaan perlu memprioritaskan *Insider Ownership*, semakin besarnya saham yang dimiliki oleh manajemen, akan meminimalkan *agency conflict* sehingga membuat manajer untuk berkerja lebih hati-hati dalam keputusan investasinya mengingat dana besar yang dimiliki perusahaan. Manajer akan

mengharapkan dividen atas investasi yang dimilikinya, sehingga *insider ownership* yang besar akan meningkatkan DPR

3. Implikasi manajerial bagi investor adalah bahwa variabel profitabilitas perlu diperhatikan dan dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam keputusan investasinya. Profit yang tinggi akan memberikan indikasi prospek perusahaan yang baik sehingga dapat memicu investor untuk meningkatkan permintaan sahamnya, selanjutnya permintaan saham yang meningkat akan menyebabkan nilai perusahaan juga meningkat. Adapun implikasi manajerial bagi emiten adalah bahwa manajemen perlu meningkatkan kinerjanya, ROA akan dipandang sebagai barometer keberhasilan perusahaan dalam menerapkan kebijakan yang telah diambilnya. Jadi, jika kinerja perusahaan yang di tunjukan oleh rasio profitabilitas baik, yang ditunjukan oleh besarnya ROA, maka investor luar akan meresponnya dengan menanamkan investasinya pada perusahaan. Hal ini dapat mendorong harga pasar saham perusahaan naik, dan dengan naiknya harga pasar saham perusahaan berarti nilai perusahaan juga naik. Untuk itu, di masa mendatang manajemen harus berusaha meningkatkan keuntungan bersihnya.
4. Implikasi manajerial bagi investor adalah bahwa variabel total asset sebagai indikator ukuran perusahaan perlu diperhatikan dan dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam keputusan investasinya. Adapun implikasi manajerial bagi emiten bahwa manajemen perlu meningkatkan kinerjanya dalam mengelola total assetnya sebahai indikator ukuran perusahaan agar dapat memberikan kontribusi terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan perlu dijaga, karena dengan kondisi perusahaan yang

mempunyai asset yang tinggi (besar) memiliki kemampuan untuk memperoleh pinjaman dengan mudah karena adanya kepercayaan terhadap kreditur. Semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, kemudahan ini merupakan sinyal positif dan prospektif bagi investor sehingga dapat merefleksikan nilai perusahaan di masa mendatang

5.3. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan antara lain, variabel independen yang digunakan untuk memprediksi besarnya Dividen hanya terbatas pada *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Return On Asset (ROA)*, *Insider Ownership (IO)*, *Current Ratio (CR)*, *Firm Size (FIRMSIZE)*, dan *Price Book Value (PBV)*. Dengan kemampuan prediksi/ nilai koefisien determinasi yang hanya sebesar 40% terhadap DPR dan 13,1% terhadap PBV mengindikasikan perlunya penambahan variabel independen lainnya yang dapat memperjelas faktor-faktor yang mempengaruhi dividen dalam meningkatkan nilai perusahaan

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Beberapa agenda penelitian mendatang yang dapat diberikan dari penelitian ini antara lain, adalah:

1. Disarankan untuk penelitian yang akan datang agar memperluas obyek penelitian yaitu seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI, tidak hanya pada satu industri saja.
2. Selain itu juga perlu menambah variabel makro ekonomi (suku bunga, inflasi, jumlah saham beredar, fluktuasi nilai tukar rupiah, *asset growth* dan tingkat resiko pasar yang mempengaruhi kinerja perusahaan agar hasil penelitian ini menjadi lebih sempurna sehingga nilai *Adjusted R Square* menjadi lebih besar.

DAFTAR REFERENSI

- Agus Martono dan Agus Harjito, 2005. "Pengaruh Kategori Industri Terhadap Price Earning (P/E) Ratio dan Faktor-Faktor Penentunya", **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol 23 No. 3, 83-98.
- Algifari (1997). **Analisis Regresi Teori, Kasus, Dan Solusi**. Edisi 1. Yogyakarta : BPFE Universitas Gajah Mada.
- Al Najjar, Basil, (2012), "Dividens behavior and smoothing new evidence from Jordanian panel data," **University of the West of England**
- Al Shabibi, Badar Khalid dan G Ramesh, (2011), "An empirical study on the determinants of the dividend policy in UK," **International Research Journal of Finance and economics**
- Ang, Robbert, (1997), **Buku Pintar Pasar Modal Indonesia**, Edisi 1, Mediasoft Indonesia.
- Arilaha, Muhammad Asril, (2009), "Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas, dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen", **Jurnal Keuangan dan Perbankan**, Vol. 13 No. 1
- Baert, Lieven dan Rudi Vander Vennet, (2009), "Bank ownership, firm value, and firm capital structure in Europe, " **JIEL Classification**
- Bambang Riyanto. **Dasar Dasar Pembelajaran Perusahaan**. Edisi 4, Yogyakarta. BPFE, Yogyakarta.
- Brigham, E.F., Gapenski L.C. dan Daves P.R., 1999, **Intermediate Financial Management**, Sixth Edition, the Dryden press, Harcourt Brace College Publishers.
- Brigham, Eugene F, (2005), **Intermediate Financial Management**, 5 th Edition, The Dryden Press, New York, 1996.
- Eldomiatty, Tarek Ibrahim, 2012, "Market Risk Adjusted Dividend Policy and Price to Book Ratio", **British University in Egypt**, Faculty of Business Administration, Economics and Political Science
- Ekayana, Sangkasari Paranita, 2007, "Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Terhadap Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2001-2005)", **Jurnal ASET**, Vol. 9 No.2

- Eva Eko, Hidayati, 2010, **Analisis Pengaruh DER, DPR, ROE, SIZE Terhadap PBV Perusahaan Manufaktur Yang Listing di BEI Periode 2005-2007**, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan)
- Ghozali, Imam, **Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS**, Badan Penerbit UNDIP, Semarang, 2002.
- Ghozali, Imam, **Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS**, Badan Penerbit UNDIP, Semarang, 2008.
- Ghozali, Imam, **Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS**, Badan Penerbit UNDIP, Semarang, 2011
- Gujarati, Damodar, (1995), **Basic Econometri**, PT Gramedia, Pustaka Utama
- Hasnawati, Sri, (2008), "Analisis Dampak Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta", **Jurnal Keuangan dan Perbankan**, Vol. 13 No. 3
- Husan, Suad, (1989), **Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta
- Husnan, S. 2002. **Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)**. Buku 1. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.
- Indonesian Capital Market Directory (ICMD), 2011
- Irfana Dwi, 2010, **Analisis Pengaruh Institutional Ownership, Profitabilitas, Size Perusahaan dan Komisaris Independen terhadap Nilai Perusahaan**, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan)
- Ismiyati, Fitri dan Mamduh Hanafi, Struktur Kepemilikan, Resiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan, **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol. 19, No.2, 2004
- Jiekun, Huang, (2012), "Coordination costs, institutional investors, and firm value," **JIEL Classification**
- Kapoor, Sujata, (2006), "Impact of dividend policy on shareholders value: A study of Indian firms," **Jaypee Institute of Information Technology**

- Ross, Westerfield dan Jordan, 2009: **Pengantar Keuangan Perusahaan Corporate Finance Fundamentals**, Salemba Empat, Jakarta
- Sartono, Agus, 2001, **Manajemen Keuangan**, BPFE-Yogyakarta, Yogyakarta.
- Santoso, S. (2004). **SPSS statistik multivariat**. Jakarta : Penerbit PT. Elex Media Komputindo-Kelompok Gramedia.
- Sekaran, Uma, 2006. **Metodologi Penelitian untuk Bisnis**. Salemba Empat Terjemahan: Kwan Men Yon, Jakarta
- Sofyaningsih, (2011), "Ownweship Structure, Dividend Policy and Debt Policy and Firm Value". **Dinamika Keuangan dan Perbankan**, Vol. 3 No. 1
- Soleman, Abdul Kahar, 2008, "Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Pendanaan dan Deviden", **Jurnal Keuangan dan Perbankan** , Vol.12, No. 3
- Shubiri, Faris Nasir, (2011), "Determinants of Changes Dividend Behaviour Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange". **Far East Journal of Psychology and Business**, Vol. 4 No. 2
- Soliha, Euis, Taswan, 2002, "Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya", **Jurnal Bisnis dan Ekonomi**, Vol. 9 No.2
- Sri Dewi, Ambarwati, 2010, "**Manajemen Keuangan Lanjutan**", Graha Ilmu, Yogyakarta
- Suad, Husnan, 1993: **Pembelajaran Perusahaan**, ;iberty Yogyakarta.
- Suad, Husnan, Enny P, 2004: **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan**, UPP AMP YKPN, Yogyakarta
- Suharli, Michell, 2006, "Studi Empiris Terhadap Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Go Public di Indonesia", **Jurnal Maksi**, Vol. 6 No. 1
- Sunariyah, **Pengantar Pengetahuan Pasar Modal**, UPP AMP YKPN, Yogyakarta, 2004
- Mehta, Anupam, (2012), "An empirical analysis of determinants of dividend policy evidence from the UAE companies," **Global Review of Accounting and Finance**
- Modigliani, F dan Miller, M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Invesment. **The American Economic Review**, 261-297.
- Modigliani, F. dan Miller, H. (1968), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment," **Journal American Economic Review**. 48.
- Mohd, Julian; suzane warning and jurgen weigand, (1998), "Governance Structures Efficiency and Firm Profitability", **Discussion Papper on Entrepreneurship**
- Moradi, Javad; Hashem Valipour; dan Sayedeh Sara Mousavi, (2012), "Determinants factors of dividends policy in firms listed in TSE," **American Journal of Scientific Research**

- Mustapha, Marina dan Ng Huey Chyi, (2012), "Determinants of firm leverage and cash flow relationship," **Taylor's Business School**, 1, 76-98
- Myers, S dan Majluf, N, 1984. "Corporate Financing Add Investment Decision When Firms Have Information Investors Do Not Have". **Journal of Finance Economics**, Vol. 13, pp. 183-221
- Ni Gusti Putu Wirawati, **Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan Terhadap Price Book Value dalam Penilaian Saham di BEJ dalam Kondisi Krisis Moneter**, Buletin Studi Ekonomi Volume 13 No. 1 Tahun 2008
- Norhayati, Mohamed; Wee Shu Hui; Normah Hj Omar; Rashidah Abdul Rahman; Norazam Mastuki; Maz Ainy Abdul Aziz; dan Shazelina Zakaria, (2012), "Empirical analysis of determinants on dividend payment: profitability and liquidity," **Accounting Research Institute**
- Nurnajamuddin, M.2004. **Interdependensi Antara Kebijakan Perusahaan, Struktur Pasar dan Profitabilitas dengan Potensi Pertumbuhan Perusahaan**. Disertasi. Universitas Brawijaya Malang.
- Okpara, Godwin Chigozie, (2010), "A diagnosis of the determinants of dividend payout policy in Nigeria: A factor analytical approach," **American Journal and Scientific Research**
- Pujiastuti, Triani, (2008), "Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang Go Public di Indonesia", **Jurnal Keuangan dan Perbankan**, Vol. 12 No. 2
- Phalippou, Ludovic, (2004), "What drives the value premium," **JIEL Classification**
- Taswan, 2003, "Analisis Pengaruh *Insider Ownership*, kebijakan hutang dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Serta Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya", **Jurnal Bsinis dan Ekonomi**, Vol.10 No.2
- Van Horn, James C., (1997) **Financial Management and Policy**, Eighth Edition, Prentice-Hall International Inc
- Van Horne dan Wachowicz, Jr, 1995, **Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan**, Salemba Empat, Jakarta
- Weston, Bringham, 2000, **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan**, Jilid 1, erlangga, Jakarta
- Weston, J.F. dan Copland, T.E. (1997). **Manajemen Keuangan**. Edisi 9. Jakarta : Penerbit Bina Rupa Aksara