

ANALISIS PENGARUH *DEBT TO EQUITY RATIO*, PROFITABILITAS, *FIRM SIZE*, DAN LIKUIDITAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MELALUI MEDIASI *DIVIDEND PAYOUT RATIO* (STUDI PADA INDUSTRI MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE TAHUN 2009-2011)

Heri Sukoco

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Dopeonegoro

Abstrak

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel DER, profitabilitas, firm size, dan likuiditas terhadap DPR dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011. Penelitian ini dilakukan karena adanya research gap yang ditemukan pada penelitian terdahulu seperti Kapoor, (2006); Baert dan Vennet, (2009); Okpara, (2010); Al Shabibi dan Ramesh, (2011); Al Najjar, (2012); Mehta (2012); .Moradi et al., (2012); Eldomiaty, (2012); dan Jie Kun (2012).

Dari hasil analisis menunjukkan bahwa data DER, profitabilitas, likuiditas dan DPR secara parsial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, dan DPR mampu memediasi pengaruh DER, profitabilitas, firm size, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan. Secara bersama-sama (DPR, profitabilitas, likuiditas, DER dan Size) terbukti signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur listed di BEI pada level kurang dari 5% (dengan level of significance 0.05). Kemampuan prediksi dari kelima variabel tersebut terhadap nilai perusahaan sebesar 36,3% sedangkan sisanya 63,7% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian. Penelitian ini hanya terbatas pada rasio profitabilitas dan likuiditas dengan 22 sampel dan periode pengamatan tahunan selama 3 tahun, disarankan agar dilakukan penelitian lanjutan dengan memperluas faktor lainnya seperti faktor makro ekonomi.

Kata Kunci:

DER, profitabilitas, firm size, likuiditas DPR dan nilai perusahaan.

I. PENDAHULUAN

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 pengelolannya 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. Sedangkan Phalippou (2004) menyebutkan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli andai perusahaan tersebut di jual. Hermuningsih, dkk (2010) menyimpulkan bahwa PBV dapat digunakan sebagai alat ukur dalam menentukan nilai 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. Hutang yang semakin besar menyebabkan beban perusahaan menjadi besar karena beban biaya hutang yang harus ditanggung (Mehta, 2012). Semakin besar hutang akan menyebabkan prioritas perusahaan untuk membayar dividen akan semakin kecil karena keuntungan perusahaan berkurang dengan adanya biaya hutang perusahaan, besarnya hutang tercermin dalam *Debt to Equity Ratio* (DER) (Al Najjar, 2012).

Debt to Equity Ratio (DER) mencerminkan proporsi besarnya total hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Hutang yang semakin besar menyebabkan beban perusahaan menjadi besar karena beban biaya hutang yang harus ditanggung. Semakin besar hutang akan menyebabkan prioritas perusahaan untuk membayar dividen akan semakin kecil karena keuntungan perusahaan berkurang dengan adanya biaya hutang perusahaan (Al Najjar, 2012). Hasil penelitian Al Najjar, (2012) menunjukkan bahwa DER berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan Mehta (2012) menunjukkan adanya pengaruh positif DER terhadap nilai perusahaan. Simultanitas hutang dan dividen memunculkan masalah keagenan, dimana 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), sehingga pengaruh insider ownership terhadap nilai perusahaan juga perlu diperhatikan.

Return on asset diukur dari profitabilitas/laba bersih setelah pajak (*earning after tax*)

terhadap total investasinya 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*. Hasil penelitian Al Najjar, (2012) menunjukkan bahwa ROA berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan Mehta (2012) menunjukkan adanya pengaruh negatif ROA terhadap nilai 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 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 dividend yang dibayarkan (Al Najjar, 2012). Hasil penelitian Al Najjar, (2012) menunjukkan bahwa Size berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan Moradi et al., (2012) menunjukkan adanya pengaruh negatif Size terhadap nilai perusahaan.

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 (Norhayati et al., 2012). Dengan kata lain, meningkatnya posisi likuiditas juga akan meningkatkan pembayaran dividen. Hasil penelitian Mehta, (2012) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan Okpara, (2010) menunjukkan adanya pengaruh negatif likuiditas terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur dengan alasan bahwa industri manufaktur merupakan industri yang paling besar dan menunjukkan adanya fenomena gap. Fenomena gap dalam penelitian ini dijelaskan karena adanya inkonsistensi data dari DER, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Likuiditas, DPR dan Nilai Perusahaan yang menunjukkan fluktuasi yang tidak konsisten.

II. TELAHAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

Telaah Pustaka

1. *Signalling Theory*

Teori *signalling* menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar yang berupa informasi, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Agar sinyal tersebut efektif, maka harus dapat ditangkap pasar dan dipersepsikan baik, serta tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang berkualitas buruk (Weston dan Copeland, 1997).

2. Teori Ekspektasi Rasional (*Rational Expectations Theory*)

Teori ini menjelaskan rasionalitas investor dalam aktivitas investasinya, Investor akan berani membeli saham dengan harga lebih

tinggi apabila dia menilai atau memiliki harapan bahwa kondisi perusahaan atau kondisi pasar yang akan datang memiliki potensi yang lebih baik (Weston dan Copeland, 1997). Golongan ekspektasi rasional (*rational expectation*) melahirkan pemikiran mengenai hipotesis pasar efisien. Ada sebuah cara dalam memilih saham untuk portofolio, yaitu memilih secara acak. Alasan dipilihnya cara ini adalah hipotesis pasar yang efisien (*efficient markets hypothesis*). Asumsinya adalah semua saham sudah dinilai baik setiap waktu karena adanya keseimbangan penawaran dan permintaan yang mempengaruhi harga pasar. Pasar saham dianggap mencerminkan semua informasi yang tersedia mengenai nilai sebuah *asset* yang dipengaruhi oleh kekuatan penawaran dan permintaan, kekuatan penawaran dan permintaan akan berubah karena adanya signal yang diberikan oleh internal perusahaan atau dari kejadian kebijakan politik dan atau kejadian lain yang dapat mempengaruhi pola berpikir investor dalam menilai harga pasar saham, sehingga harga-harga saham akan berubah ketika informasi juga berubah (Weston dan Copeland, 1997).

3. *Pecking Order Theory*

Teori *pecking order* merupakan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian hutang, dan modal sendiri eksternal sebagai pilihan terakhir. Menurut Weston dan Copeland (1997) *pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut disebabkan perusahaan memerlukan *external financing* yang sedikit.

Perusahaan-perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan dan karena hutang merupakan sumber eksternal yang disukai. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi hutang jangka panjang yang lebih murah dibanding dengan biaya emisi saham.

4. Pengertian dan Teori Kebijakan

Dividend

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan yang akan diinvestasikan kembali (*reinvestment*) atau ditahan (*retained*) di dalam perusahaan. Dari pengertian tersebut, kebijakan dividen didasarkan pada rentang pertimbangan antara kepentingan pemegang saham disatu sisi dan kepentingan perusahaan disisi yang lain.

5. Teori Struktur Modal

Teori struktur merupakan suatu landasan berpikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal dikatakan optimal apabila dengan tingkat risiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan yang maksimal. Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham, 2005). Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan (Husnan, 1996).

6. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai pasar. Karena 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.

Variabel Penelitian dan Pengaruh antar Variabel

Berbagai macam faktor dapat mempengaruhi perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen. Faktor-faktor yang berpengaruh pada penetapan kebijakan dividen yang antara lain adalah:

1. Debt to Equity Ratio (DER)

Pengaruh DER Terhadap DPR

Debt to Equity Ratio (DER) mencerminkan proporsi besarnya total hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Hutang yang semakin besar menyebabkan beban perusahaan menjadi besar karena beban biaya hutang yang harus ditanggung (Mehta, 2012). Berdasarkan teori *pecking order* hutang diperbolehkan selama tingkat keuntungannya diatas biaya hutangnya, sehingga DER berpengaruh negatif terhadap DPR. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: DER berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh DER Terhadap Nilai Perusahaan

Debt to equity ratio mampu meningkatkan nilai perusahaan, hal ini didukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Mehta,

(2012) yang menunjukkan hasil bahwa *debt to equity ratio* meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: DER berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2. Profitabilitas

Pengaruh Profitabilitas terhadap DPR

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. *Return on asset* diukur dari profitabilitas/ laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total investasinya 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*, hal tersebut menjadi dasar untuk dirumuskan dalam hipotesis sebagai berikut:

H3: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

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 nilai perusahaan (Al Najjar, 2012), hal tersebut menjadi dasar untuk dirumuskan dalam hipotesis sebagai berikut:

H4: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

DPR Memediasi Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Profitabilitas mampu meningkatkan nilai perusahaan dengan mediasi DPR, hal ini didukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Norhayati et al., (2012) yang menunjukkan hasil bahwa *dividend payout ratio* mampu memediasi hubungan *profitabilitas* dengan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat keuntungan perusahaan mampu memberikan nilai bagi perusahaan bila perusahaan tersebut memberikan kemakmuran bagi pemegang saham dalam bentuk dividen. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis keempat sebagai berikut:

H5: DPR memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan

3. *Firm size*

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 dividend yang dibayarkan (Al Najjar, 2012).

H6: *Firm size* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh *Firm Size* terhadap Nilai Perusahaan

Aset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar aset diharapkan

semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. 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 nilai perusahaan.

H7: *Firm size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

DPR Memediasi Pengaruh *Firm Size* terhadap Nilai Perusahaan

Firm size mampu meningkatkan nilai perusahaan dengan mediasi DPR, hal ini didukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Baert dan Vennet, (2009) yang menunjukkan hasil bahwa *dividend payout ratio* mampu memediasi hubungan *firm size* dengan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan besar mempunyai kesempatan lebih besar dalam memperoleh value, namun hal tersebut dipengaruhi oleh besarnya dividen yang dibagikan perusahaan tersebut. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H8: DPR memediasi pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan

4. *Likuiditas*

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.
H9: *Likuiditas* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Likuiditas terhadap Nilai 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 nilai perusahaan (Mehta, 2012).

H10: *Likuiditas* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

DPR Memediasi Pengaruh Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan

Likuiditas mampu meningkatkan nilai perusahaan dengan mediasi DPR, hal ini didukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Eldomiaty et al., (2012) yang menunjukkan hasil bahwa *dividend payout ratio* mampu memediasi hubungan *likuiditas* dengan nilai perusahaan. Perusahaan yang mampu mengembalikan kewajiban jangka pendek menunjukkan likuiditas dari perusahaan tersebut baik, hal tersebut memberikan kepercayaan tinggi bagi investor yang memberikan value bagi perusahaan, namun hal tersebut juga perlu didukung besarnya pembagian dividen yang diberikan. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H11: DPR memediasi pengaruh *likuiditas* terhadap nilai perusahaan

5. Pengaruh DPR terhadap Nilai Perusahaan

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 pensejajaran kepentingan dengan *outside owners* dengan cara meningkatkan kepemilikan saham mereka jika nilai perusahaan yang berasal dari investasi meningkat. Perusahaan yang membagikan dividen mampu memberikan kemakmuran bagi pemegang saham, hal tersebut menciptakan nilai yang tinggi bagi perusahaan, sehingga DPR yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan (Eldomiaty, 2012).

Berdasarkan uraian diatas, maka dapat disimpulkan hipotesis pertama sebagai berikut:
H12: DPR berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan

Penelitian Terdahulu

Al Shabibi dan Ramesh (2011) menguji pengaruh antara DER, profitabilitas, dan size terhadap nilai perusahaan, yang mana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa DER berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang listed di Britania Raya, Profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, sementara hanya Size yang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Al Najjar (2012) menguji pengaruh antara DER, profitabilitas, insider ownership dan size terhadap nilai perusahaan, yang mana hasil

penelitiannya menunjukkan bahwa profitabilitas dan size yang berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang listed di Jordania, DER berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan, sementara hanya insider ownership yang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Mehta (2012) menguji pengaruh antara DER, profitabilitas, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan, yang mana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa DER dan likuiditas berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang listed di Uni Emirat Arab, sementara profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan.

Moradi et al., (2012) menguji pengaruh antara DER, profitabilitas, insider ownership dan size terhadap nilai perusahaan, yang mana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hanya size yang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang listed di Tehran Stock Exchange.

Norhayati et al., (2012) menunjukkan bahwa posisi *likuiditas* merupakan variabel penting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam nilai perusahaan. Namun posisi likuiditas menunjukkan variabel yang lebih penting daripada investasi dalam nilai perusahaan.

Perusahaan yang menunjukkan kendala pembayaran (kekurangan likuiditas) mengarahkan manajemen untuk membatasi nilai perusahaan (Norhayati et al., 2012). Dengan kata lain, meningkatnya posisi likuiditas juga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Perbedaan Penelitian

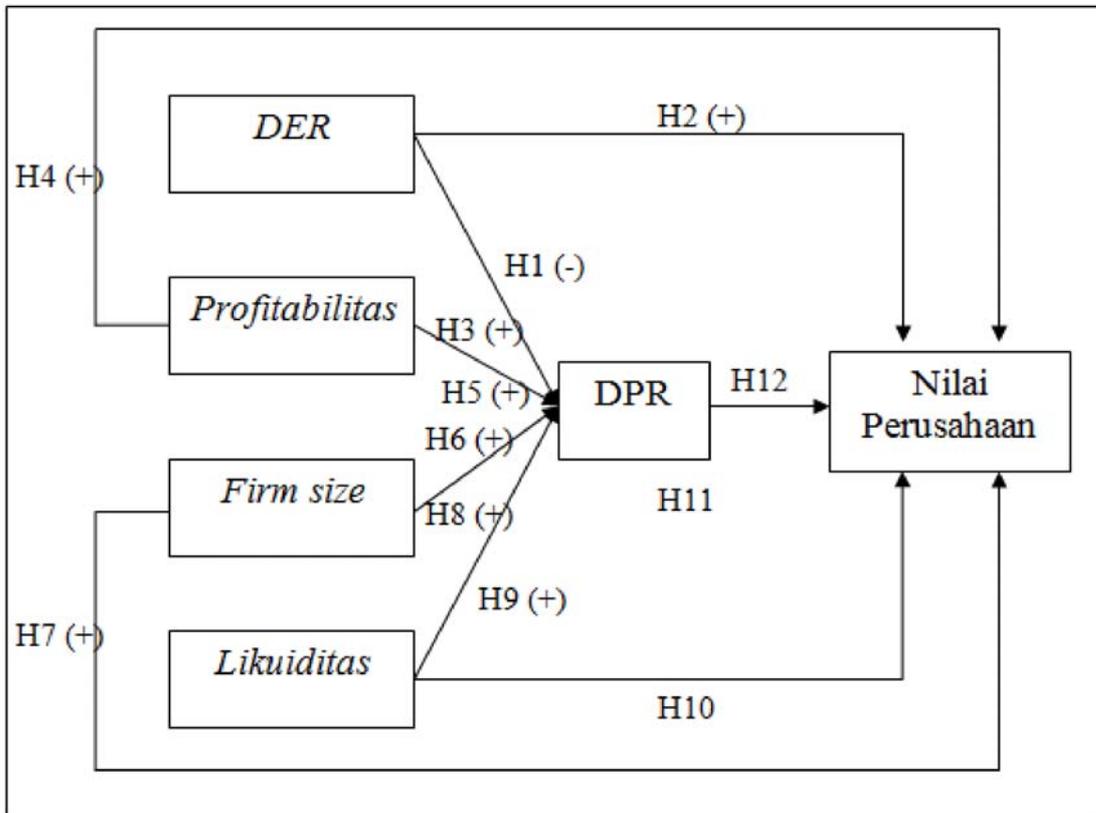
Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah pada penggunaan variabel nilai perusahaan. Penelitian terdahulu hanya menguji sampai pada DPR, sedangkan penelitian ini DPR dijadikan variabel intervening, sebagai pengembangan dari penelitian terdahulu dan nilai perusahaan dijadikan sebagai variabel dependen.

Kerangka Pemikiran Penelitian

Berdasar konsep-konsep dasar teori dan hasil-hasil penelitian terdahulu tersebut maka faktor-faktor yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai perusahaan adalah DER, *profitabilitas*, *firm size* dan *likuiditas* dengan mediasi DPR.

Atas dasar analisis faktor-faktor tersebut maka pengaruh dari masing-masing variabel tersebut terhadap nilai perusahaan dapat digambarkan dalam kerangka pemikiran teoritis seperti ditunjukkan dalam Gambar 2.1 berikut ini:

Gambar 2.1
 Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan
 dengan Mediasi *Dividend Payout Ratio*



Sumber: Kapoor (2006); Al Najjar, (2012); dan Mehta (2012)

III. METODE PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh tidak langsung dari sumbernya, karena data dalam penelitian ini menggunakan data perusahaan maka penelitian ini menggunakan data sekunder. Semua sumber data yang digunakan untuk menghitung tiap-tiap faktor dalam studi ini diperoleh dari: *Indonesian Capital Market Directory* Tahun 2012, yang merupakan

kumpulan data laporan keuangan perusahaan yang sudah go publik secara tahunan.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sesuai dengan publikasi ICMD 2011 menunjukkan bahwa jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada periode 2009–2011 sejumlah 185 emiten.

Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* berdasarkan kriteria:

(1) saham perusahaan manufaktur yang selalu terdaftar di BEI pada periode 2009–2011, didapat sejumlah 185 perusahaan; (2) perusahaan manufaktur yang selalu memperoleh laba pada periode 2009–2011, didapat sejumlah 56 perusahaan (2) perusahaan manufaktur yang selalu membagikan *dividend* pada periode 2009–2011, didapat sejumlah 22 perusahaan, maka yang menjadi sampel sejumlah 22 perusahaan.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. DPR merupakan besarnya keuntungan yang diterima investor atas aktivitas investasi yang dilakukan, dimana besarnya dividen yang dibagikan ditentukan melalui RUPS. DPR diukur melalui perbandingan rasio *dividend per share* terhadap *earning per share*. DPR diukur melalui DPS/EPS .
2. *Debt to Equity Ratio* merupakan kebijakan yang diambil perusahaan atas besarnya hutang yang dilakukan, DER diukur melalui perbandingan jumlah hutang dengan jumlah modal sendiri, DER diukur melalui jumlah hutang / jumlah modal sendiri.
3. Return on aset merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan aset yang dimiliki, ROA diukur melalui $earning\ after\ tax / total\ aset$.
4. Firm size merupakan besar kecilnya aset perusahaan, firm size diukur melalui $\ln\ total\ aset$.
5. Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutang jangka panjang, likuiditas diukur melalui $current\ aset / current\ liability$.

6. Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli andai perusahaan tersebut di jual, siukur melalui *price to book value* (PBV)

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode analisis regresi linier berganda. Pengujian terhadap hipotesis baik secara parsial maupun simultan, dilakukan setelah model regresi yang digunakan bebas dari pelanggaran asumsi klasik. Tujuannya adalah agar hasil penelitian ini dapat diinterpretasikan secara tepat dan efisien. Interpretasi hasil penelitian, baik secara parsial melalui uji-t maupun secara simultan melalui uji F, hanya dilakukan terhadap variabel-variabel independen yang secara statistik mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Perumusan Model

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah model regresi linier berganda (*linear regression method*). Model analisis statistik ini dipilih karena penelitian ini dirancang untuk meneliti variabel-variabel bebas yang berpengaruh terhadap variabel terikat dengan menggunakan data *time series cross section (pooling data)* atau menurut Mohd *et al.*, (1998), disebut dengan Pooled TCSS OLS yang dirumuskan dengan model sebagai berikut:

$$DPR = \acute{a} + b_1 DER + b_2 Profitabilitas + b_3 Firm\ Size + b_4 Likuiditas + e_1$$

$$Nilai\ Perusahaan = \acute{a} + b_5 DER + b_6 Profitabilitas + b_7 Firm\ Size + b_8 Likuiditas + b_9 DPR + e_2$$

Dimana :

$\acute{a} = constanta$

$b_1, b_2 \dots b_9 = \text{regression coefficient}$
 $e = \text{error term}$

Pengujian Asumsi Klasik

Penggunaan model regresi berganda dalam menguji hipotesis haruslah menghindari kemungkinan terjadinya penyimpangan asumsi klasik. Dalam penelitian ini asumsi klasik yang dianggap penting adalah tidak terjadi multiokolinearitas antar variabel independen, tidak terjadi heteroskedastisitas atau varian variabel pengganggu yang konstan (homoskedastisitas) dan tidak terjadi autokorelasi antar residual setiap variabel independen (Ghozali, 2008).

Pengujian Hipotesis

Untuk menguji kebenaran hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini dilakukan dengan tiga buah pengujian yaitu uji-f, R square, dan uji-t.

Uji Mediasi

Variabel intervening merupakan variabel antara atau mediating, fungsinya memediasi hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Dalam contoh hubungan antara profitabilitas dengan nilai perusahaan (NP) di mediasi oleh variabel DPR.

Sobel Test dan Bootstrapping

Sobel test bertujuan untuk mengetahui apakah DPR mampu memediasi pengaruh profitabilitas, firm size dan likuiditas terhadap nilai perusahaan. Sobel test menghendaki asumsi jumlah sampel besar dan nilai koefisien mediasi berdistribusi normal.

IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

DER berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, hasil penelitian ini mengindikasikan

bahwa perusahaan dengan hutang yang besar mempunyai risiko yang tinggi dalam mengembalikan biaya hutangnya, hal tersebut mempengaruhi minat investor dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan, menurunnya minat investor akan menyebabkan nilai perusahaan dimasa mendatang. Semakin besar hutang akan menyebabkan prioritas perusahaan untuk membayar dividend akan semakin kecil karena keuntungan perusahaan berkurang dengan adanya biaya hutang perusahaan

Profitabilitas akan dipandang sebagai barometer keberhasilan perusahaan dalam menerapkan kebijakan yang telah diambilnya. Perusahaan yang profitabel mampu mempengaruhi besarnya nilai perusahaan bila perusahaan tersebut membagikan dividen sebagai ukuran dari kemakmuran pemegang saham. 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 nilai perusahaan. Jadi, jika profitabilitas perusahaan baik, yang ditunjukkan 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.

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 nilai perusahaan dimasa mendatang.

Likuiditas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dikarenakan likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam mengurangi hutang jangka pendek, hal ini menunjukkan bahwa likuiditas berorientasi pada jangka pendek, sedangkan nilai perusahaan berorientasi pada jangka panjang sehingga tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan.

Perusahaan yang membagikan dividen mampu memberikan kemakmuran bagi pemegang saham, hal tersebut menciptakan nilai yang tinggi bagi perusahaan, sehingga DPR yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Dividen yang besar menunjukkan bahwa investor merasa dimakmurkan oleh perusahaan sesuai dengan tujuan perusahaan, dengan investor yang makmur maka investor akan terus menanamkan dananya kedalam perusahaan sehingga nilai perusahaan dimasa mendatang meningkat.

Semakin rendah DER akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya. Jika beban hutang semakin tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk membagi *dividend* akan semakin rendah, sehingga DER mempunyai pengaruh negatif dengan *dividend payout ratio* perusahaan besar.

Profitabilitas perusahaan yang ditunjukkan 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, kenaikan harga saham didukung adanya kepercayaan pasar jika perusahaan membagikan dividen. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan yang profitable diperbolehkan menggunakan hutang selama tingkat pengorbanannya diatas biaya hutangnya, sehingga profitabilitas berpengaruh positif terhadap DPR

Perusahaan dengan aset yang besar mampu mempengaruhi besarnya nilai perusahaan bila perusahaan tersebut membagikan dividen sebagai ukuran dari kemakmuran pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan besar mempunyai kesempatan lebih besar dalam memperoleh value, namu hal tersebut dipengaruhi oleh besarnya dividen yang dibagikan perusahaan tersebut.

Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang baik mampu mempengaruhi besarnya nilai perusahaan bila perusahaan tersebut membagikan dividen sebagai ukuran dari kemakmuran pemegang saham. Perusahaan yang mampu mengembalikan kewajiban jangka pendek menunjukkan likuiditas dari perusahaan tersebut baik, hal tersebut memberikan kepercayaan tinggi bagi investor yang memberikan value bagi perusahaan, namun hal tersebut juga perlu didukung besarnya pembagian dividen yang diberikan. Alasan likuiditas tidak berpengaruh karena likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutang jangka pendek, sehingga likuiditas mencerminkan kebijakan jangka pendek sedangkan DPR dan nilai perusahaan sifatnya jangka panjang, hal inilah yang menyebabkan likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR dan Nilai Perusahaan.

DPR memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan, dimana profitabilitas perusahaan yang ditunjukkan 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, kenaikan harga saham didukung adanya kepercayaan pasar jika perusahaan membagikan dividen.

DPR memediasi pengaruh firm size terhadap nilai perusahaan, dimana perusahaan dengan aset yang besar mampu mempengaruhi besarnya nilai perusahaan bila perusahaan tersebut membagikan dividen sebagai ukuran dari kemakmuran pemegang saham.

DPR memediasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan, dimana perusahaan dengan tingkat likuiditas yang baik mampu mempengaruhi besarnya nilai perusahaan bila perusahaan tersebut membagikan dividen sebagai ukuran dari kemakmuran pemegang saham.

V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Simpulan

Hasil penelitian ini memberikan solusi pengaruh dari keempat variabel independen terhadap DPR dalam meningkatkan nilai perusahaan.

DER berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan hutang yang besar mempunyai risiko yang tinggi dalam mengembalikan biaya hutangnya, hal tersebut mempengaruhi minat investor dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan, menurunnya minat investor akan menyebabkan nilai perusahaan dimasa mendatang.

Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, profitabilitas perusahaan baik, 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.

Firm Size berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, perusahaan besar yang sudah mapan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sehingga perusahaan besar mempunyai kesempatan untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar, hal ini akan meningkatkan besarnya nilai perusahaan dimasa mendatang.

Likuiditas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dikarenakan likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam mengurangi hutang jangka pendek, hal ini menunjukkan bahwa likuiditas berorientasi pada jangka pendek, sedangkan nilai perusahaan berorientasi pada jangka panjang sehingga tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan.

DPR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, perusahaan yang membagikan dividen mampu memberikan kemakmuran bagi pemegang saham, hal tersebut menciptakan nilai yang tinggi bagi perusahaan, sehingga DPR yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan.

DPR memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan, dimana profitabilitas perusahaan yang ditunjukkan 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, kenaikan harga saham didukung adanya kepercayaan pasar jika perusahaan membagikan dividen.

DPR memediasi pengaruh firm size terhadap nilai perusahaan, dimana perusahaan dengan aset yang besar mampu mempengaruhi besarnya nilai perusahaan bila perusahaan

tersebut membagikan dividen sebagai ukuran dari kemakmuran pemegang saham.

DPR memediasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan, dimana perusahaan dengan tingkat likuiditas yang baik mampu mempengaruhi besarnya nilai perusahaan bila perusahaan tersebut membagikan dividen sebagai ukuran dari kemakmuran pemegang saham.

Keterbatasan Penelitian

Adanya keterbatasan data dalam penelitian ini adalah perhitungan nilai perusahaan yang menggunakan proksi *Price to Book Value*

(PBV) yang mengandung kelemahan belum mencerminkan nilai perusahaan secara menyeluruh karena hanya dilihat dari sisi harga saham dibandingkan dengan nilai bukunya.

Agenda Penelitian Mendatang

Disarankan untuk penelitian yang akan datang menggunakan ukuran nilai perusahaan melalui persepsi manajer atas nilai perusahaan tersebut, selain itu juga perlu menambah variabel independen lain yang mempengaruhi DER dan Nilai Perusahaan. Variabel yang disarankan antara lain: *Earning per Share*, *Asset Growth*, *Bussiness Risk* dan lain sebagainya.

DAFTAR REFERENSI

- Al Najjar, Basil, (2012), "Dividens behavior and smoothing new evidence from Jordanian panel data," **University of the West of England**, Vol 1, hal 1-27
- Antao, dan Bonfim, (2010). "The determinants of the capital structure of commercial banks," **International Journal of Management**, Vol 1, hal 1-23
- Baert, Lieven dan Rudi Vander Vennet, (2009), "Bank ownership, firm value, and firm capital structure in Europe, " **JIEL Classification**, Vol 2, hal 1-34
- Brigham, Eugene, (2005), **Intermediate Financial Management**, 5 th Edition, The Dryden Press, New York, 1996.
- Eldomiaty Tarek I and Azim Muhamed H., 2008, The dynamics of capital structure and heterogeneous systematic risk classes in Egypt, **International Journal of Emerging Market**, Vol 3, Hal 89-101
- Ghozali, Imam, **Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS**, Badan Penerbit UNDIP, Semarang, 2008.
- Husan, Suad, (1996), **Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta
- Indonesian Capital Market Directory (ICMD), 2011
- Jiekun, Huang, (2012), "Coordination costs, institutional investors, and firm value," **JIEL Classification**, Vol 3, hal 1-32
- Kapoor, Sujata, (2006), "Impact of dividend policy on shareholders value: A study of Indian firms," **Jaypee Institute of Information Technology**, Vol 1, hal 1-39
- McConnel, John J dan Henri Servaes, (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value," **Journal of Financial Economics**, Vol 27, hal 595-612
- Mehta, Anupam, (2012), "An empirical analysis of determinants of dividend policy evidence from the UAE companies," **Global Review of Accounting and Finance**, Vol 1, hal 1-48
- Modigliani, Fred. dan Miller, (1968), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment," **Journal American Economic Review**. 48.
- Moradi, Javad; Hashem Valipour; dan Sayedeh Sara Mousavi, (2012), "Determinants factors of dividends policy in firms listed in TSE," **American Journal of Scientific Research**, Vol 45, hal 22-32
- Norhayati, Mohammed; 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**, Vol 1, hal 1-20

- Okpara, Godwin Chigozie, (2010), "A diagnosis of the determinants of dividend payout policy in Nigeria: A factor analytical approach," **American Journal and Scientific Research**, Vol 8, hal 57-67
- Phalippou, Ludovic, (2004), "What drives the value premium," **JIEL Classification**, Vol 1, hal 1-51
- Shabibi, Badar Khalid Al dan G Ramesh, (2011), "An empirical study on the determinants of dividend policy in the UK," **International Research Journal of Finance and Economics**, Vol 80, hal. 105-120
- Van Horn, James, (1997) **Financial Management and Policy**, Eighth Edition, Prentice-Hall International Inc
- Weston, Fred. dan Thomas Copeland, (1997). **Manajemen pendanaan**. Edisi 9. Jakarta : Penerbit Bina Rupa Aksara