

ANALISIS PENGARUH FIRM SIZE, DER, DAN SALES GROWTH TERHADAP DIVIDEND PAYOUT RATIO DENGAN ROE SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA PERUSAHAAN NON KEUANGAN YANG LISTED DI BEI TAHUN 2009-2011

Achmad Kautsar

Abstract

This research studies the relation between Firm Size, DER, Sales Growth, and ROE on Dividend Payout Ratio all non financial firms which listed in the Indonesian Stock Exchange from 2009-2011. Dividend payout has been an issue of interest in financial literature. The problems in this research is still have an inconsistency of data empirical phenomena and still found a gap research that examines the Dividend Payout Ratio which is measured by Firm Size, Debt Equity Ratio, and Sales Growth. moreover, this research try to test ROE as an intervening variable.

In this research using the technique of path analysis with AMOS. Sampling technique used here is purposive sampling, and from the 461 listed companies, only 77 companies that can be sampled. Before using the path analysis, we must do the test assumption of normality and outliers.

The research found a significant positive relations Firm Size and ROE on DPR, as well as a significant positive relations Firm Size and Sales Growth on ROE. The research also found a significant negative relationship DER on DPR. However, this research has found no significant effect Sales Growth on DPR, as well as in relation DER on ROE. ROE was found able to be intervening variables for influence of Firm Size on DPR. While in the test influence of DER and Sales Growth on DPR, ROE can't be intervening variable.

Key Words :

Return On Equity (ROE), Firm Size, Debt to Equity Ratio (DER), Sales Growth , dan Dividend Payout Ratio (DPR)

PENDAHULUAN

Teori keuangan yang diterapkan pada konteks perusahaan dikenal sebagai keuangan perusahaan (*corporate finance*). Keputusan-keputusan keuangan yang diambil dalam konteks *corporate finance* antara lain adalah keputusan investasi yang menyangkut masalah pemilihan investasi yang diinginkan dari sekelompok kesempatan yang ada, memilih satu atau lebih alternatif investasi yang dinilai paling menguntungkan, selanjutnya adalah keputusan pendanaan yang mempelajari sumber-sumber dana yang berada di sisi pasiva. Semua yang didapatkan aktiva berasal dari pasiva, selain itu ada keputusan dividen yang merupakan bagian dari keuntungan suatu perusahaan yang dibayarkan kepada para pemegang saham (Husnan, 2000).

Kebijakan dividen digambarkan menjadi salah satu tantangan yang sulit bagi ekonom di bidang keuangan dan banyak peneliti yang belum memahami sepenuhnya faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dan cara bagaimana faktor-faktor ini berinteraksi (Bhattacharyya, 2007). Kebijakan dividen merupakan salah satu topik paling yang kontroversial pada penelitian manajemen keuangan (Mehta, 2012).

Pembayaran dividen telah menjadi masalah yang menarik dalam literatur keuangan. Akademisi dan peneliti telah mengembangkan banyak model teoritis untuk menggambarkan faktor-faktor yang perlu dipertimbangkan manajer ketika membuat keputusan kebijakan dividen. Kebijakan dividen menunjukkan sejauh mana manajer ikut dalam memutuskan ukuran dan pola pembagian uang tunai kepada pemegang saham dari waktu ke waktu (Anil & Kapoor, 2008). Berdasarkan pernyataan di atas bahwa penelitian mengenai kebijakan dividen masih menjadi topik yang menarik bagi banyak peneliti, maka penelitian ini akan membahas lebih lanjut

mengenai kebijakan dividen perusahaan yang ada di Indonesia.

Penelitian ini akan dilakukan pada perusahaan-perusahaan non keuangan yang *listed* di BEI dalam kurun waktu 2009-2011. Berdasarkan data *annual report* dari IDX menunjukkan rata-rata ketiga variabel independen (DER, *Firm Size*, dan *Sales Growth*), variabel intervening (ROE), dan variabel dependen (DPR) pada perusahaan-perusahaan non keuangan yang *listed* di BEI Periode 2009-2011 adalah seperti tabel 1.1 di atas. Berdasarkan tabel 1.1 menunjukkan bahwa rasio DPR menunjukkan hasil yang tidak konsisten.

Pada penelitian ini akan menguji Profitabilitas yang dijadikan sebagai variabel intervening antara variabel dependen dengan variabel dependen. Sangat dominannya pengaruh profitabilitas terhadap dividen perusahaan pada penelitian-penelitian terdahulu dan masih adanya kesenjangan hasil penelitian yang menguji pengaruh *Firm Size*, DER, dan *Sales Growth* terhadap *Dividend Payout Ratio* menyebabkan penelitian ini menduga variabel independen lain (*Firm Size*, DER, dan *Sales Growth*) tidak langsung mempengaruhi variabel dependen (*Dividend Payout Ratio*). Serta ditemukannya riset gap antara *Firm Size*, DER, dan *Sales Growth* terhadap ROE.

TELAAH PUSTAKA

Teori Dividen Residual

Teori ini menyatakan bahwa perusahaan akan melakukan pembayaran dividen setelah dana-dana kebutuhan investasi terpenuhi, dengan kata lain semakin tersedianya "pendapatan tersisa" atau pendapatan residual, maka dividen akan dibayarkan (Martin *et al.*, 1994). Lebih lanjut kebijakan dividen perusahaan memiliki karakteristik sebagai berikut: (1) mempertahankan rasio hutang optimum dalam pendanaan investasi mendatang; (2) menerima

suatu investasi hanya jika NPVnya positif; (3) mendahulukan pendanaan internal, kalau ternyata tidak mencukupi, barulah perusahaan akan menerbitkan saham tambahan; dan (4) jika kebutuhan dana investasi telah terpenuhi masih ada sisa, maka dividen akan dibayarkan (Martin *et al.*, 1994).

Balancing Theory

Balancing theory merupakan keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat hutang (Husnan, 1998). Teori ini menyatakan semakin besar hutang perusahaan, sejauh manfaatnya semakin besar maka kemungkinan hutang akan ditambah, karena masih menghasilkan manfaat (laba) yang lebih. Teori ini menjelaskan bahwa prioritas pendanaan berasal dari modal sendiri, hutang, dan modal eksternal.

Firm Life Cycle Theory

Firm Life Cycle Theory pada awalnya dikemukakan oleh Mueller (1972) yang didasarkan pada gagasan bahwa ketika sebuah perusahaan menjadi matang, kemampuannya untuk menghasilkan kas menyusul kemampuannya untuk menemukan peluang investasi yang menguntungkan. Akhirnya, itu menjadi optimal bagi perusahaan untuk mendistribusikan arus kas bebas kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Pada *Firm Life Cycle Theory*, suatu perusahaan yang berusia muda akan menghadapi kesempatan investasi yang relatif besar, tetapi tidak cukup menguntungkan untuk dapat memenuhi semua kebutuhan pendanaan dalam membangun kas internal. Seiring waktu, setelah masa pertumbuhan, perusahaan mencapai tahap kedewasaan dalam siklus hidupnya. Pada titik ini, set kesempatan investasi perusahaan berkurang, pertumbuhan dan profitabilitas telah diratakan, risiko sistematis

telah menurun, dan perusahaan menghasilkan lebih banyak uang daripada internal menguntungkan dapat berinvestasi. Akhirnya, perusahaan mulai pembayaran dividen untuk mendistribusikan pendapatan kepada pemegang saham.

Teori Teknologi

Kumar *et al* (2001) mengemukakan, teori teknologi menekankan pada modal fisik, *economic of scale*, dan *economic of slope* sebagai faktor-faktor yang menentukan besarnya ukuran perusahaan yang optimal dan nantinya berpengaruh terhadap profitabilitas. Prinsip skala ekonomis dan skope ekonomis pertama kali diungkapkan oleh Alfred Marshall (1920), yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai biaya rata-rata yang menurun dengan meningkatnya output, dikatakan perusahaan mempunyai skala ekonomis.

Dalam penelitian Irene (2010), peningkatan skala ekonomis memungkinkan penyebaran biaya tetap ke volume produksi yang besar sehingga terjadi penurunan rata-rata biaya dan peningkatan tingkat pengembalian modal yang diinvestasikan. Teori ini digunakan untuk menjelaskan hubungan antara variabel *firm size* terhadap profitabilitas, dimana ketika suatu perusahaan memiliki ukuran yang besar menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membagi rata biaya tetapnya ke unit yang diproduksi, maka akan semakin besar kemampuan perusahaan menghasilkan profit.

Dividen

Dividen merupakan pembagian sisa laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham, atas persetujuan RUPS (Darmadji, 2001). Kebijakan Dividen adalah keputusan suatu perusahaan mengenai apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham atau ditahan dalam

bentuk laba ditahan guna investasi di masa yang akan datang (Sartono, 2010). Pada penelitian ini dalam mengukur tingkat dividen, penulis menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebagai tolak ukur dari dividen tunai yang dibagikan.

Return On Equity

Profitabilitas adalah suatu indikator karakteristik perusahaan yang dilakukan manajemen dalam mengelola kekayaan perusahaan yang ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan (Brigham, 2006)

Return on Equity (ROE) yaitu rasio antara laba setelah pajak atau *earning after tax* (EAT) terhadap total modal sendiri (*equity*) yang berasal dari setoran modal pemilik, laba tak dibagi dan cadangan lain yang dikumpulkan oleh perusahaan. ROE secara eksplisit memperhitungkan kemampuan suatu perusahaan menghasilkan suatu laba bagi pemegang saham biasa, setelah memperhitungkan bunga (biaya hutang) dan biaya saham preferen (Halim, 2007)

Firm Size

Ukuran perusahaan merupakan suatu faktor yang penting bukan hanya sebagai proksi pada biaya keagenan (dimana dapat diharapkan lebih tinggi pada perusahaan dengan ukuran yang lebih besar) tetapi juga disebabkan biaya transaksi yang berhubungan dengan penerbitan saham sehubungan dengan ukuran perusahaan (Smith, 1977).

Dalam penelitian ini ukuran perusahaan diproksi melalui logaritma natural dari total aset (Ln Total Asset) ini juga sesuai dengan proksi yang digunakan dalam penelitian Adil *et al* (2011). Sementara itu, karena besarnya nominal total aset, maka logaritma natural dilakukan

pada data total aset untuk mengkonversi angka ke nominal yang lebih kecil dan membuat data total aset terdistribusi normal.

Debt to Equity Ratio

Financial Leverage menunjukkan proporsi atas penggunaan hutang untuk membiayai investasinya. *Leverage ratio* mengukur berapa besar penggunaan hutang dalam pembelanjaan perusahaan (Sudana, 2009). Pada penelitian ini *leverage* menggunakan rasio DER. Rasio hutang perusahaan berupa *Debt to Equity Ratio* (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang.

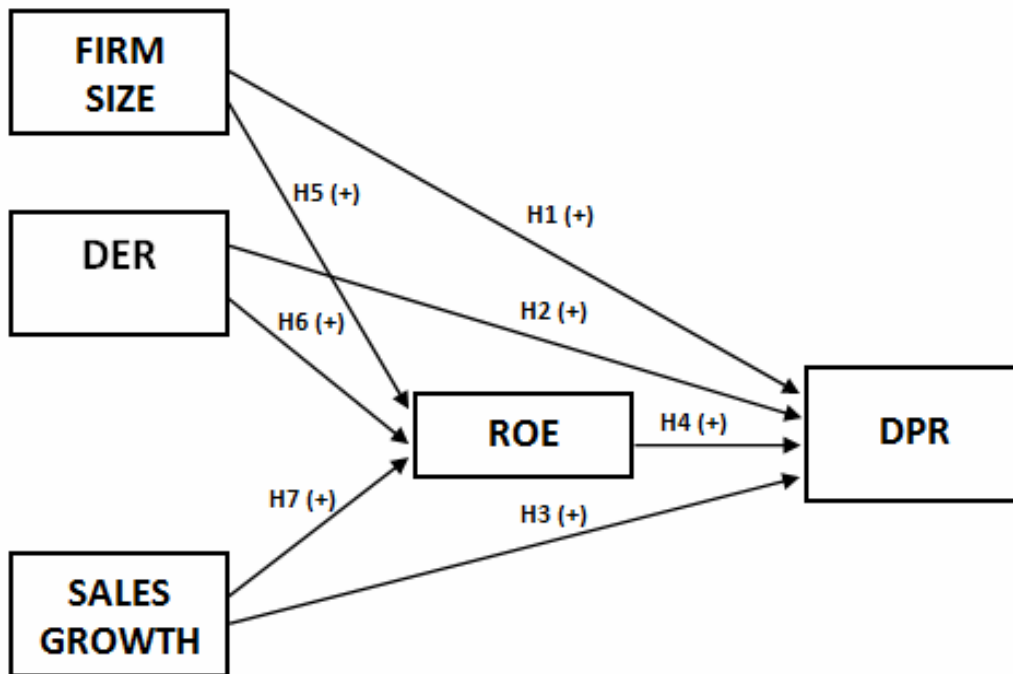
Sales Growth

Sales Growth banyak digunakan untuk mengukur seberapa besar tingkat pertumbuhan pada suatu perusahaan. Dalam keputusan pembagian dividen perlu juga dipertimbangkan masalah penjualan (*sales*) perusahaan. Suatu perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi, harus menyediakan modal yang cukup untuk membelanjai perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung mampu membagikan dividen yang lebih tinggi (Gill *et al*, 2010).

Kerangka Pemikiran Teoritis

Bukti-bukti empirik telah menunjukkan hubungan antar variabel yang diajukan dalam penelitian ini, namun penggunaan ROE sebagai variabel intervening akan diuji lebih lanjut sejauh mana kemampuannya dalam memediasi variabel independen ke dependen. Kerangka pikir penelitian dapat dilihat sebagai berikut :

Kerangka Pemikiran Teoritis



Hipotesis

Hipotesis berfungsi sebagai pegangan sementara atau jawaban sementara yang masih harus dibuktikan kebenarannya di dalam kenyataan (empirical verification), percobaan (experimentation) atau praktik (implementation). Berikut ini adalah hipotesis dalam penelitian ini.

1. Ada pengaruh positif *Firm Size* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).
2. Ada pengaruh positif *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).
3. Ada pengaruh positif *Sales Growth* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).
4. Ada pengaruh positif *Return On Equity* (ROE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).
5. Ada pengaruh positif *Firm Size* terhadap *Return On Equity* (ROE).
6. Ada pengaruh negatif *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *Return On Equity* (ROE).
7. Ada pengaruh positif *Sales Growth* terhadap *Return On Equity* (ROE).
8. ROE dapat memediasi pengaruh *Firm Size* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR)
9. ROE dapat memediasi pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR)
10. ROE dapat memediasi pengaruh *Sales Growth* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR)

METODE PENELITIAN

Menurut tingkat eksplanasinya, penelitian ini tergolong penelitian hubungan konklusif kausalitas (*causal effect*), dimana penelitian melakukan pengujian atas hipotesis-hipotesis yang telah diajukan (Sekaran, 2006). Dalam penelitian ini menggunakan sumber data sekunder yang berupa analisis rasio-rasio keuangan yang dibuat oleh Bursa Efek Indonesia (BEI).

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama kurun waktu penelitian (tahun 2009-2011) yaitu ada 387 perusahaan. Adapun sampel penelitian diambil setelah memenuhi beberapa kriteria yang berlaku bagi penerapan definisi operasional variabel. Teknik pengambilan sampel diambil dengan teknik *purposive sampling* yaitu pemilihan anggota sampel dengan berdasarkan pada kriteria-kriteria tertentu. Adapun kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini mencakup:

1. Perusahaan yang membagikan dividen tiga kali berturut-turut selama periode 2009–2011.
2. Tersedia data laporan keuangan utamanya laporan neraca dan laporan laba/rugi selama kurun waktu penelitian (tahun 2009-2011).

Teknik Analisis Data

Pada penelitian ini menggunakan teknik analisis jalur atau *path analysis*. Analisa jalur merupakan pengembangan lebih lanjut dari analisis regresi berganda dan bivariate. Analisis jalur menguji persamaan regresi yang melibatkan beberapa variabel exogen dan endogen sekaligus sehingga memungkinkan pengujian terhadap variabel mediating/ intervening atau variabel antara. Disamping itu

analisis jalur juga dapat mengukur hubungan langsung antar variabel dalam model maupun hubungan tidak langsung antar variabel dalam model (Ghozali, 2013). Dalam pengolahan data peneliti menggunakan alat bantu berupa perangkat lunak statistik (*statistic software*) *Analysis of Moment Structure* yang dikenal dengan AMOS versi 18.

Uji Normalitas dan Outlier

Fasilitas yang terdapat di dalam program AMOS untuk menguji distribusi normal adalah dengan menggunakan *skewness value* dari data yang digunakan (Ferdinand, 2005).

Outliers adalah observasi atau data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk nilai ekstrim baik untuk variabel tunggal maupun variabel kombinasi (Ferdinand, 2005). Apabila nilai *mahalanobis d-squared* lebih besar dari nilai *mahalanobis d-squared* pada tabel, maka data tersebut adalah *multivariate outliers* yang harus dikeluarkan (Ghozali, 2013).

Persamaan struktural dirumuskan untuk menyatakan hubungan kausalitas antar berbagai konstruk. Persamaan pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

Direct Effect :

$$Y = \hat{a} + \hat{a}_1X_1 + \hat{a}_2X_2 + \hat{a}_3X_3 + \hat{a}Z + e$$
$$Z = \hat{a} + \hat{a}_1X_1 + \hat{a}_2X_2 + \hat{a}_3X_3 + e$$

Dengan Keterangan :

\hat{a} = Konstanta

$\hat{a}_1 \dots \hat{a}_4$ = Koefisien Regresi

Y = *Dividend Payout Ratio* (DPR)

X_1 = *Firm Size*

X_2 = *Debt Equity Ratio* (DER)

X_3 = *Sales Growth*

Z = ROE

Uji Hipotesis

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
SqrtROE <--- SIZE	,253	,064	3,931	***	
SqrtROE <--- LnDER	,117	,116	1,008	,313	
SqrtROE <--- SALES_GRO	,019	,006	3,096	,002	
SqrtDPR <--- SIZE	,169	,084	2,006	,045	
SqrtDPR <--- LnDER	-,507	,147	-3,446	***	
SqrtDPR <--- SALES_GRO	-,007	,008	-,926	,354	
SqrtDPR <--- SqrtROE	,200	,086	2,313	,021	

Sumber: Output AMOS; diolah (2013)

HASIL PENELITIAN

Uji Hipotesis 1

Pada Hipotesis yang diajukan bahwa *Firm Size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Hasil penelitian diperoleh nilai *critical ratio* sebesar 2,006 dengan nilai signifikansi (*p-value*) sebesar 0,045. Nilai signifikansi ini lebih kecil dari probabilitas 0,05 maka hipotesis pertama yang menyatakan *Firm Size* berpengaruh positif terhadap DPR diterima. Hasil tersebut menggambarkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mehta (2012), Al-Malkawi (2007), Adil *et al* (2011), Al-Malkawi (2008), Al Thaleb (2010), Hashemi (2012), Uwuigbe *et al* (2012), Okpara (2010), dan Al-Shubiri (2011) juga menunjukkan hasil yang menyatakan perusahaan-perusahaan ukuran besar membayar dividen yang lebih tinggi.

Uji Hipotesis 2

Pada Hipotesis yang diajukan bahwa DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Hasil penelitian diperoleh nilai *critical ratio*

sebesar -3,446 dengan nilai signifikansi (*p-value*) sebesar 0,000. Nilai signifikansi ini lebih kecil dari probabilitas 0,05 maka hipotesis kedua yang menyatakan DER berpengaruh positif terhadap DPR ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel DER berpengaruh signifikan namun arahnya negatif terhadap DPR. Hasil tersebut menggambarkan bahwa semakin besar hutang perusahaan maka semakin kecil kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Al-Malkawi (2007), Gonzalez *et al* (2010), Al-Malkawi (2008), Hashemi (2012), John & Muthusamy (2010), Gupta & Banga (2010), dan Al-Shubiri (2011) juga menunjukkan hasil yang menyatakan perusahaan-perusahaan yang memiliki hutang yang tinggi akan membayar dividen yang lebih rendah.

Uji Hipotesis 3

Pada Hipotesis yang diajukan bahwa *Sales Growth* berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Hasil penelitian diperoleh nilai *critical ratio* sebesar -0,926 dengan nilai signifikansi (*p-value*) sebesar 0,354. Nilai signifikansi ini lebih besar dari probabilitas 0,05 maka hipotesis ketiga yang menyatakan *Sales*

Growth berpengaruh positif terhadap DPR ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel *Sales Growth* tidak berpengaruh terhadap DPR.

. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Anil & Kapoor (2008), dan Gupta & Banga (2010) juga menunjukkan hasil yang menyatakan *Sales Growth* tidak memiliki pengaruh terhadap dividen perusahaan.

Uji Hipotesis 4

Pada Hipotesis yang diajukan bahwa ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Hasil penelitian diperoleh nilai *critical ratio* sebesar 2,313 dengan nilai signifikansi (*p-value*) sebesar 0,021. Nilai signifikansi ini lebih kecil dari tingkat probabilitas 0,05 maka hipotesis keempat yang menyatakan ROE berpengaruh positif terhadap DPR diterima. Hasil tersebut menggambarkan bahwa semakin tinggi profitabilitas jelas maka semakin besar kemampuan membayar dividen oleh perusahaan.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Al-Malkawi (2007), Gill *et al* (2010), Abor (2006), Al-Malkawi (2008), Al Thaleb (2010), Haleem (2011), dan Al-Shubiri (2011) juga menunjukkan hasil yang menyatakan perusahaan-perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan membayar dividen yang lebih tinggi.

Uji Hipotesis 5

Pada Hipotesis yang diajukan bahwa *Firm Size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE. Hasil penelitian diperoleh nilai *critical ratio* sebesar 3,931 dengan nilai signifikansi (*p-value*) sebesar 0,000. Nilai signifikansi ini lebih kecil dari tingkat probabilitas 0,05 maka hipotesis kelima yang menyatakan *Firm Size* berpengaruh positif terhadap ROE diterima. Hasil tersebut menggambarkan bahwa semakin besar ukuran

perusahaan maka semakin besar tingkat profitabilitas perusahaan.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Abor (2005) dan Shubita (2012) juga menunjukkan hasil yang menyatakan perusahaan-perusahaan ukuran besar akan menghasilkan profit yang lebih tinggi.

Uji Hipotesis 6

Pada Hipotesis yang diajukan bahwa DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE. Hasil penelitian diperoleh nilai *critical ratio* sebesar 1,008 dengan nilai signifikansi (*p-value*) sebesar 0,313. Nilai signifikansi ini lebih besar dari tingkat probabilitas 0,05 maka hipotesis keenam yang menyatakan DER berpengaruh positif terhadap ROE ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel DER tidak berpengaruh terhadap ROE.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dissanayake (2012), Velnampy & Niresh (2012), dan Amidu (2007) juga menunjukkan hasil yang menyatakan DER tidak memiliki pengaruh terhadap ROE.

Uji Hipotesis 7

Pada Hipotesis yang diajukan bahwa *Sales Growth* berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE. Hasil penelitian diperoleh nilai *critical ratio* sebesar 3,096 dengan nilai signifikansi (*p-value*) sebesar 0,002. Nilai signifikansi ini lebih kecil dari tingkat probabilitas 0,05 maka hipotesis ketujuh yang menyatakan *Sales Growth* berpengaruh positif terhadap ROE diterima. Hasil tersebut menggambarkan bahwa semakin tinggi pertumbuhan penjualan maka semakin besar tingkat profitabilitas perusahaan.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Abor (2005) yang menunjukkan hasil *Sales Growth* memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan.

Uji Hipotesis 8

Berdasarkan hasil perhitungan uji sobel tes kemampuan ROE sebagai variabel intervening *Firm Size* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) diperoleh nilai hitung sebesar 2,045 dengan nilai signifikansi (*p-value*) sebesar 0,046. Oleh karena nilai signifikansi lebih kecil dari probabilitas 0,05, maka berarti variabel ROE dapat memediasi pengaruh *Firm Size* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Di sisi lain, pengaruh *Firm Size* terhadap ROE menunjukkan hasil yang signifikan dan ROE terhadap DPR menunjukkan signifikan pula. Maka jika ditinjau dari besarnya pengaruh *direct* dan *indirect* menunjukkan lebih besar *indirect*. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa lebih baik meneliti hubungan *Firm Size* terhadap DPR secara *direct*.

Uji Hipotesis 9

Berdasarkan hasil perhitungan uji sobel tes kemampuan ROE sebagai variabel intervening *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) diperoleh nilai t-hitung sebesar 0,925 dengan nilai signifikansi

(*p-value*) sebesar 0,355. Oleh karena nilai signifikansi lebih besar dari probabilitas 0,05, maka berarti variabel ROE tidak dapat memediasi pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Uji Hipotesis 10

Berdasarkan hasil perhitungan uji sobel tes kemampuan ROE sebagai variabel intervening *Sales Growth* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) diperoleh nilai t-hitung sebesar 1,874 dengan nilai signifikansi (*p-value*) sebesar 0,065. Oleh karena nilai signifikansi lebih kecil dari probabilitas 0,05; maka berarti variabel ROE tidak dapat memediasi pengaruh *Sales Growth* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Namun karena hubungan langsung *Sales Growth* terhadap DPR tidak berpengaruh sedangkan hubungan *Sales Growth* terhadap ROE dan hubungan ROE terhadap DPR memiliki pengaruh yang signifikan, maka lebih baik penelitian ini menghubungkan *Sales Growth* terhadap ROE dengan ROE sebagai mediasi.

DAFTAR REFRENSI

- Abor, Josua. 2005. The Effect Of Capital Structure On Profitability: An Empirical Analysis Of Listed Firms In Ghana. **The Journal of Risk Finances**.
- Abor, J., & Amidu, M. 2006. Determinants of dividend payout ratios in Ghana. **The Journal of Risk Finance**. Vol. 7 , No. 2, 136-145.
- Adil, M., Zafar, N., & Yasen, N. 2011. Empirical Analysis of Determinants of Dividend Payout : Profitability and Liquidity. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**. Vol.3 No.1, 289-300.
- Afza, T., & Mizan, H. H. 2010. Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. **International Business Research**. 210-221.
- Al Thaleb, D. G. 2010. Measurement of Impact Agency Costs Level of Firms on Dividend and Leverage Policy: An Empirical Study. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**. Vol.3 , No.10, 234-243.
- Al-Malkawi, H. 2008. Factors Influencing Corporate Dividend Decision : Evidence from Jordanian Panel Data. **International Journal of Business**. Vol.13 , No.2, 177-195.
- Al-Malkawi, H. 2007. Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. **Journal of Economic & Administrative Sciences**. Vol.23 , No.2, 44-70.
- Al-Shubiri, Faris Nasif. 2011. Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange. **Far East Journal of Psychology and Business**. Vol 4 No 1.
- Alper, Deger & Adem Anbar. 2011. Bank Specific and Macroeconomic Determinants of Commercial Bank Profitability: Empirical Evidence from Turkey. **Business and Economics Research Journal**. Vol 2 . No 2, pp. 139-152.
- Amidu, Mohammed. 2007. How Does Dividend Policy Affect Performance Of The Firm On Ghana Tock Exchange?. **Investment Management and Financial Innovations**. Volume 4, Issue 2.
- Ang, Robbert. 1997. **Buku Pintar Pasar Modal Indonesia**, Edisi 1, Mediasoft Indonesia.
- Anil, K., & Kapoor, S. 2008. Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector. **International Research Journal of Finance and Economics**. (Issue 15), 63-71.
- Asnawi, S. Kelana dan Wijaya. 2005. **Riset keuangan; pengujian-pengujian empiris**. PT Gramedia Pu staka Utama.
- Bhattacharyya, N. 2007. Dividend Policy : a Review. **Managerial Finance**. Vol. 33 No. 1.

- Bilal, Ahmad Raza, Naveed, Abu Taliv. 2011. Impact Of Working Capital on Profitability of Cement Sector of Pakistan. **Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business**. Vol 3, No 7.
- Brigham, & Houston. 2006. **Dasar-Dasar Manajemen Keuangan**. Jakarta: Salemba Empat.
- Darmadji, Tjiptono, dan Fachruddin Hendy M. 2001. **Pasar Modal Di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab**. Jakarta: Salemba Empat.
- Dissanayake. 2012. The Determinants of Return on Equity: Evidences From Sri Lankan Microfinance Institutions. **Journal Of Arts, Science & Commerce**. Vol.iii, Issue 22.
- Ferdinand, Agusty. 2005. **Structural Equation Modeling dalam Penelitian Manajemen**. Semarang: Badan Penerbit Undip.
- Chang, R.P. dan Rhee, S.G. 1990. The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions. **Financial Mangement Summer**. 21 31.
- Cleary, S. 1999. The relationship between the firm investment and financial status. **Journal of Finance**. 54 (2): 673-692.
- Ghozali, Imam. 2011. **Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19**. Semarang: Badan Penerbit Undip.
- Ghozali, Imam. 2013. **Model Persamaan Struktural Konsep dan Aplikasi dengan Program AMOS 21.0**. Semarang: Badan Penerbit Undip.
- Gill, Amarjit., Biger, N., & Tibrewala, R. 2010. Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. **The Open Business Journal**. Vol.3, 8-14.
- Gill Amarjit, Nahum Biger, & Neil Mathur. 2011. The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. **International Journal of Management**. Vol. 28 No. 4.
- Gonzalez, M., Molina, C., & Pablo, E. 2010. Dividend Policy and Ownership Structure in Latin America. 1-15.
- Gupta, Amitabh. & Charu Banga. 2010. The Determinants of Corporate Dividend Policy. **Decision**. Vol. 37, No.2.
- Haleem, F., & Javid, A. 2011. Modeling Dividend Behavior in Pakistan. **Information Management and Business Review**. Vol. 3, No. 6, 289-301.
- Halim, Abdul dan Mamduh M. Hanafi. 2007. **Analisis Laporan Keuangan**. Yogyakarta : UPP STIM YKPN Yogyakarta.
- Hanafi, Mamduh. 2009. **Manajemen Keuangan**. Yogyakarta : BPFE UGM.
- Hashemi, S. A., & Zadeh, F. Z. 2012. The impact of financial leverage operating cash flow and size of company on the dividend policy (case study of Iran). **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**. Vol.3 , No.10, 264-270.

- Husnan, Suad. 1998. **Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**. Yogyakarta : UPP AMP YKPN.
- Imran, Kashif. 2011. Determinants of Dividend Payout Policy: A Case of Pakistan Engineering Sector. **The Romanian Economic Journal**. Year XIV, no. 41.
- Irene R. D. P. 2012. **Pengaruh Karakteristik Reksa Dana dan Dukungan Manajer Investasi terhadap Kinerja Reksa Dana (Studi Empiris Pada Reksa Dana Saham dan Reksa Dana Pendapatan Tetap di Indonesia)**. Desertasi tidak dipublikasikan. Semarang : Program Doktor Ilmu Ekonomi UNDIP.
- Jensen M., and W. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Capital Structure. **Journal of Financial Economics**. pp.305-360.
- Jogiyanto. 2003. **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**. Yogyakarta : BPFE.
- John, S. Franklin & K. Muthusamy. 2010. Leverage, Growth and Profitability as Determinants of Dividend Payout Ratio-Evidence from Indian Paper Industry. **Asian Journal of Business Management Studies**. ISSN 2222-1387.
- Kaaro, Hermeindito. 2003. Prediksi Struktur Modal Berbasis Pecking Order Theory Pada Kondisi Ekonomi Normal dan Ekonomi Krisis. **Kajian Bisnis STIE Widya Wiwaha yogyakarta**. No 28 pp 51-64.
- MacKinnon, D. P., & Dwyer, J. H. (1993). Estimating mediated effects in prevention studies. **Evaluation Review**, 17, 144-158.
- MacKinnon, D. P., Lockwood, C. M., Hoffman, J. M., West, S. G., & Sheets, V. (2002). A comparison of methods to test mediation and other intervening variable effects. **Psychological Methods**, 7, 83-104.
- Malhotra, Naresh K. 2009. **Riset Pemasaran Pendekatan Terapan: Jilid 1**, Edisi Keempat. Jakarta : PT Indeks.
- Marshal, Alfred. 1920. Principles of Economic. Philadelphia : Porcupine Press.
- Mehta, A. 2012. An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy - Evidence from the UAE Companies. **Global Review of Accounting and Finance**. Vol.3 , No.1, 18-21.
- Mulyadi, Martin Surya & Yunita Anwar. 2012. Impact of Corporate Social Responsibility Toward Firm Value and Profitability. **The Business Review, Cambridge**. Vol. 19 , Num. 2.
- Munawir, S. 2002. **Analisis Informasi Keuangan**. Yogyakarta : Liberty.
- Okpara, G. C. 2010. Asymmetric Information and Dividend Policy in Emerging Markets: Empirical Evidence from Nigeria. **International Journal of Economics and Finance**. Vol.2 , No. 4, 212-220.
- Preacher, K. J., & Hayes, A. F. (2004). SPSS and SAS procedures for estimating indirect effects in simple mediation models. **Behavior Research Methods, Instruments, & Computers**, 36, 717-731.

- Purwohandoko dan Nadia A. 2006. **Manajemen Keuangan I**. Surabaya : UNESA University Press.
- Rafique, Mahira. 2012. Factors Affecting Dividend Payout: Evidence From Listed Non-Financial Firms of Karachi Stock Exchange. **Business Management Dynamics**. Vol.1, No.11, pp.76-92.
- Riyanto, Bambang. 2001. **Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan**. Yogyakarta : BPFE.
- Shubita, & Jaafer Alsawalhah. 2012. The Relationship between Capital Structure and Profitability. **International Journal of Business and Social Science**. Vol. 3 No. 16.
- Smith Jr. C.W., dan R.L. Watts. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. **Journal of Financial Economics**. Vol. 13, 187-221.
- Sobel, M. E. (1982). Asymptotic intervals for indirect effects in structural equations models. In S. Leinhardt (Ed.), **Sociological methodology 1982** (pp.290-312). San Francisco: Jossey-Bass.
- Sudana, I Made. 2009. **Manajemen Keuangan Teori dan Praktik**. Surabaya: Airlangga University Press.
- Sugiyono. 2008. **Metode Penelitian Pendidikan, (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D)**. Bandung : Alfabeta.
- Tandelilin, E. (2010). **Manajemen Investasi dan Portofolio**. Yogyakarta : Kanisius.
- Undang-Undang No.8 Tahun 1995. Tentang Pasar Modal.
- Uwuigbe, Uwalomwa.,Jafaru, Ajayi. 2012. Dividend Policy And Firm Performance: A Study Of Listed Firms In Nigeria. **Accounting and Management Information Systems**. Vol. 11, No. 3, pp. 442–454
- Van Horne, James C. dan John M. Wachowicz, Jr. 1998. **Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan**. Jakarta : Salemba Empat.
- Velnampy, T. & J. Aloy Niresh. 2012. The Relationship between Capital Structure & Profitability Global. **Journal of Management and Business Research**. Vol. 12, Issue 13.
- Wiyono, Prof and Sari Rahmayuni. (2010). The Effect of Credit Risk to Islamic Bank Profitability with Islamic Income and Profit Sharing Ratio as Moderating Variable.