

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI NILAI PERUSAHAAN :
DIVIDEND PAYOUT RATIO, PROFITABILITAS DAN ASSET GROWTH
SEBAGAI VARIABEL INTERVENING**

(STUDI EMPIRIS : PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BEI)

Novita Nugraheni

12010110400147

Magister Manajemen Universitas Diponegoro

Jl. Erlangga Tengah no.17, Semarang

ABSTRACT

Price to book value (PBV) indicates the level of the company's ability to create value relative to the amount of capital invested. The higher of PBV ratio can be interpreted more successful companies in creating value for our shareholders. This study aimed to analyze the influence of variables Size, Leverage (DER), profitability (ROA), the dividend payout ratio (DPR) and the asset growth effect on firm value (PBV). This study population is a manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange in the period 2007 to 2011. The sampling technique used pooled cross-sectional and 30 companies that can be sampled according to predetermined criteria. Analytical techniques used in this research is the analysis using SPSS program, previously the data had normal testing. The results of this study showed variable size, leverage (DER), profitability (ROA) and dividend payout ratio (DPR) directly affect firm value (PBV). Variables that mediate between the independent variables with the dependent variable is the profitability (ROA), the influence of size on firm value mediated by profitability (ROA).

Keywords: size, leverage (DER), profitability (ROA), the dividend payout ratio (DPR), asset growth, and price to book value (PBV).

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan merupakan tujuan manajemen keuangan yang seringkali dinyatakan dalam bentuk memaksimalkan nilai saham kepemilikan perusahaan, atau singkatnya memaksimalkan harga saham (Weston dan Copeland, 1995). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan

dengan harga saham. Atas dasar konsep tersebut maka, investor akan mencari harga saham yang selalu meningkat berdasarkan pengamatan atas kinerja internal atau kinerja fundamental dan kondisi pasar (Van Horne, 1991). Secara umum banyak metode dan teknik yang telah dikembangkan dalam penilaian perusahaan, diantaranya adalah dengan menggunakan *Tobin's Q*, *price to book value (PBV)*, *price earning ratio (PER)*, *market to book ratio*, *market to sales ratio* dan *price/cash flow ratio* (Adler, 2009 & Hou OU Yang, 2008).

Rasio harga saham terhadap nilai buku perusahaan (*Price to Book Value*) menunjukkan tingkat

kemampuan perusahaan menciptakan nilai relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. *Price to Book Value* (PBV) yang tinggi mencerminkan harga saham yang tinggi dibandingkan nilai buku per lembar saham sehingga menciptakan nilai perusahaan yang baik (Nathanael, 2008). Semakin tinggi harga saham, semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Keberhasilan perusahaan dalam menciptakan nilai tersebut tentunya memberikan harapan kepada pemegang saham berupa keuntungan yang lebih besar (Sartono, 2001).

Kinerja internal perusahaan yang tercermin dalam laporan kinerja keuangan dapat ditransformasi dalam bentuk rasio yang selanjutnya dipergunakan untuk memprediksi kinerja perusahaan ke masa depan. Informasi dari laporan keuangan dapat menggambarkan kondisi perusahaan yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Laporan keuangan dipengaruhi oleh dua faktor, yang pertama adalah kegiatan perusahaan dan yang kedua adalah sistem pembukuan yang dianut oleh perusahaan (Palepu, Healy & Bernard, 2004). Beberapa studi menunjukkan bahwa informasi akuntansi dapat digunakan dalam memprediksi kinerja masa depan keuangan perusahaan, seperti laba dan pertumbuhan perusahaan (Trigrajan, 1993). Hubungan antara informasi laporan keuangan dan laba atas saham menggunakan lima kategori rasio keuangan yang umum digunakan (Ross, Westerfield & Jordan, 2006) termasuk profitabilitas, leverage, likuiditas, pemanfaatan asset/omset, dan nilai pasar. Selain itu, dapat menggunakan dua variable tambahan yaitu ukuran yang berasal dari total asset perusahaan (Johnson & Soenen, 2003, Hobarth, 2006) dan arus kas dari operasi (Daniati & Suhairi, 2006).

Pada penilaian kinerja perusahaan yang biasa dinilai oleh investor sebagai nilai perusahaan terdapat banyak faktor yang mempengaruhinya, salah satunya adalah profitabilitas. Profitabilitas merupakan gambaran dari kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan (Petronila dan Mukhlisin, 2003; dalam Megawati & Michell, 2007). ROA dijadikan pedoman dalam mengukur profitabilitas perusahaan termasuk pada industri manufaktur karena ROA merupakan indikator yang umum untuk menentukan ukuran efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dan memanfaatkan aktiva tetap yang digunakan dalam operasional. Perusahaan yang mempunyai profitabilitas (ROA) yang tinggi akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya sehingga nilai perusahaan meningkat.

Selain profitabilitas terdapat faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan yaitu proporsi hutang. Mogdiliani dan Miller (1963) menyatakan bahwa semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini berkaitan dengan adanya keuntungan dari pengurangan pajak karena adanya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang tersebut mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Nilai perusahaan akan maksimum apabila proporsi hutang yang digunakan semakin besar (Mutaminah, 2003). Ang (1997) mengungkapkan bahwa rasio yang diperkirakan dapat mempengaruhi nilai perusahaan adalah *debt to equity ratio* (DER). Rasio ini merupakan rasio solvabilitas yang mengukur kemampuan kinerja perusahaan dalam mengembalikan hutang jangka panjangnya dengan melihat perbandingan antara total hutang dengan total ekuitasnya. Didalam

balancing theory disebutkan bahwa keputusan untuk menambah hutang tidak hanya berdampak negatif, tetapi juga dapat berdampak positif karena perusahaan harus berupaya menyeimbangkan manfaat dengan biaya yang ditimbulkan akibat hutang (Wahyudi, 2003). Selama manfaat masih jauh lebih besar dari biaya hutang, maka hutang dapat ditambah. Akan tetapi jika yang terjadi sebaliknya maka hutang tidak boleh ditambah. Proporsi jumlah hutang terhadap modal sendiri dari suatu perusahaan dapat diukur menggunakan *debt to equity ratio* (DER).

Faktor yang menentukan penghargaan atau ekspektasi investor terhadap perusahaan dan nilai sahamnya adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dan dividen yang dibagikan. Perusahaan memiliki penilaian terhadap pembagian dividen dalam dua versi, yang pertama, apabila dividennya besar maka mencerminkan laba yang besar, sehingga semakin besar dividen maka semakin besar pula nilai perusahaan. Versi yang kedua adalah perusahaan akan menahan laba (tidak membagikan dividen) untuk memperkuat usaha perusahaan dimasa depan dengan laba yang besar (Hardiningsih, 2011). Menurut Martono dan Agus Harjito (2005), nilai perusahaan dapat mencerminkan nilai asset yang dimiliki perusahaan seperti surat-surat berharga. Salah satu surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan adalah saham, tinggi rendahnya harga saham banyak dipengaruhi oleh kondisi emiten. Salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham adalah kemampuan perusahaan membayar dividen. Selanjutnya, 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 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.

KAJIAN TEORI

Signaling Theory

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. Agar sinyal tersebut efektif, maka harus dapat ditangkap pasar dan dipersepsikan baik, serta tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang berkualitas buruk (Megginson, 1987). Sedangkan menurut Brigham dan Houston (2001) isyarat atau *signal* adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya, yang berarti mencari investor baru untuk berbagi kerugian. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu

perusahaan menawarkan penjualan saham baru, lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

Pecking Order Theory

Teori *pecking order* menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004). Penggunaan hutang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk hutang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham.

Menurut Brealey dan Myers (1991), urutan pendanaan menurut teori *pecking order* adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan lebih menyukai *internal financing* (dana internal). Dana internal tersebut diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan menyesuaikan target *dividen payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.
3. Kebijakan dividen yang *sticky* ditambah fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diproksi, berarti terkadang aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi.
4. Apabila pendanaan eksternal diperlukan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu mulai dari penerbitan hutang *convertible bond*, dan alternatif paling akhir adalah saham.

Balancing Theory

Balancing theory atau yang biasa disebut sebagai teori keseimbangan

yaitu menyeimbangkan komposisi hutang dan modal sendiri. Teori ini pada intinya menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat masih besar, hutang akan ditambah, tetapi pengorbanan menggunakan hutang sudah lebih besar, maka hutang tidak lagi optimal untuk ditambah (Myers, 1984; dalam Kaaro, 2002).

Political Cost Theory

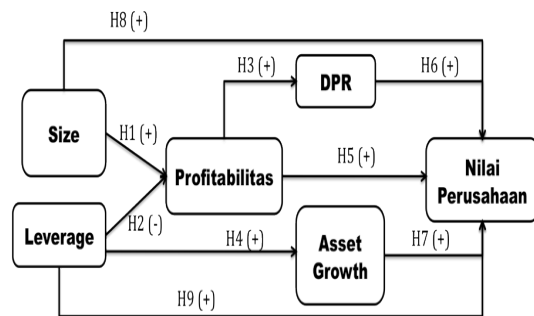
Political cost theory menekankan bahwa semakin besar biaya politik maka akan semakin besar daya terima (*acceptability*) dan kepercayaan masyarakat untuk membeli dan menggunakan produk sehingga potensi profitabilitas akan meningkat (Richard W. Garnet & John P. Elwood, 2011). Menurut Craig Deegan (2008), biaya politik adalah biaya yang dikeluarkan perusahaan yang mungkin dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan sebagai akibat dari tindakan politik, misalnya jika perusahaan mencatat keuntungan yang tinggi ini dikarenakan kegiatan politik yang dilakukan oleh perusahaan seperti corporate social responsibility (CSR) menimbulkan dampak positif terhadap kepercayaan dan penerimaan konsumen terhadap perusahaan.

PERUMUSAN HIPOTESIS DAN KERANGKA PEMIKIRAN

Dasar penyusunan hipotesa adalah konsep teori yang dipergunakan dalam penelitian ini, sedangkan peneliti terdahulu merupakan pendukung basis teori. Hal itu disebabkan pada penelitian terdahulu merupakan kondisi empiris yang belum tentu stabil. Variabel profitabilitas pada penelitian ini diperkirakan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak

langsung yang melalui *dividend payout ratio*. Begitu pula dengan variabel *leverage* pada penelitian ini yang diperkirakan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung yang melalui *asset growth*. Berikut ini kerangka pemikiran penelitian :

Gambar 1. Kerangka Pikir Teoritis



Dari kerangka pikir teoritis dapat disusun hipotesis sebagai berikut :

- H1 = *size* berpengaruh positif terhadap profitabilitas
- H2 = *leverage* berpengaruh negatif terhadap profitabilitas
- H3 = profitabilitas berpengaruh positif terhadap DPR
- H4 = *leverage* berpengaruh positif terhadap *asset growth*
- H5 = profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H6 = DPR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H7 = *asset growth* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H8 = *size* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H9 = *Leverage* (DER) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H10 = pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh DPR.
- H11 = pengaruh *size* terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh profitabilitas (ROA)
- H12 = pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh profitabilitas (ROA)

H13 = pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh *asset growth*.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dan sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang tercatat (*listed*) di Bursa Efek Indonesia dengan periode 2007-2011. Pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode penggabungan atau *pooled cross section*. *Pooled cross section* data dilakukan dengan menjumlahkan perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian pada periode penelitian, yaitu tahun 2007-2011.

Definisi Operasional

Price to Book Value

Rasio harga saham terhadap nilai buku perusahaan atau *price book value* (PBV), menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan menciptakan nilai relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Robert Ang (1997) secara sederhana menyatakan bahwa *price to book value* (PBV) merupakan rasio pasar (*market ratio*) yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya. Rasio ini dihitung dengan formula sebagai berikut (Robert Ang, 1997):

$$PBV = \frac{P_s}{BV_s}$$

Kebijakan Dividen

Dividen adalah bagian dari laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang dikaitkan dengan penentuan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan. Van Horne dan Wachowicz (1998) mengemukakan bahwa beberapa investor lebih memilih

deviden daripada keuntungan modal. Pembayaran deviden dapat menghilangkan kebimbangan mereka keuntungan perusahaan. Pengertian deviden itu sendiri adalah nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*retained earning*) sebagai cadangan bagi perusahaan. *Dividend payout ratio* merupakan ukuran (proporsi) dari laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham jika dikaitkan dengan saham. *Dividend payout ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut (Robert Ang, 1997):

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per}}{\text{Earning Per Share}}$$

Asset Growth

Asset merupakan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar asset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan asset 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 asset yang dimiliki perusahaan (Robert Ang, 1997). *Asset growth* merupakan rasio antara total aset (t) sekarang dikurangi dengan total aset sebelumnya (t-1) terhadap total aset sebelumnya (t-1). Secara matematis pertumbuhan perusahaan (*growth*) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Pertumbuhan Asset} = \frac{\text{Total Asset (t)} - \text{Total Asset (t-1)}}{\text{Total Asset (t-1)}}$$

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan gambaran dari kinerja manajemen dalam

mengelola perusahaan. Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Rasio profitabilitas merupakan perbandingan antara laba perusahaan dengan investasi atau ekuitas yang digunakan untuk memperoleh laba perusahaan tersebut. *Return in total asset* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang digunakan untuk operasi perusahaan guna menghasilkan keuntungan. ROA mencoba mengukur efektifitas pemakaian total sumber daya oleh perusahaan. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik karena tingkat kembalian investasi (*return*) yang semakin besar (Hanafi, 2009). Adapun rumus perhitungan ROA adalah sebagai berikut :

$$ROA = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

Leverage

Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Tingkat penggunaan hutang dari suatu perusahaan dapat ditunjukkan oleh salah satunya menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas (DER), yaitu rasio jumlah hutang terhadap jumlah modal sendiri. Secara matematis *debt to*

equity ratio (DER) dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Share Holder Equity}}$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah skala dimana perusahaan dapat diklasifikasikan besar, sedaan atau kecil. Penentuan besar kecilnya skala perusahaan dapat dinyatakan dalam total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar. Semakin besar total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar, maka semakin besar pula ukuran perusahaannya (Sudarmadji & Sularto, 2007). Semakin besar aktiva maka akan semakin banyak modal yang ditanam. Semakin banyak penjualan akan semakin besar perputaran uang perusahaan dan semakin besar kapitalisasi pasar, maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan dikenal oleh publik, sehingga publik (investor) tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Secara matematis ukuran perusahaan (*size*) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln \text{ of Net Sales}$$

Analisis Data

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan baik secara langsung maupun secara tidak langsung pada perusahaan manufaktur yang terdapat di bursa efek Indonesia. Pengujian dilakukan dengan menggunakan analisis jalur. Adapun variabel yang diduga mempengaruhi nilai perusahaan adalah :

1. Size
2. Leverage
3. Profitabilitas
4. Dividend payout ratio

Adapun persamaan yang digunakan dalam pengujian analisis jalur, yaitu :

Persamaan pertama :

$$\text{Profit} = \alpha + \beta_1 \text{ Size} + \beta_2 \text{ Lev} + \epsilon_1$$

Persamaan Kedua :

$$\text{Ass G} = \alpha + \beta_1 \text{ Lev} + \epsilon_2$$

Persamaan ketiga :

$$\text{DPR} = \alpha + \beta_1 \text{ Prof} + \epsilon_3$$

Persamaan keempat :

$$\text{Np} = \alpha + \beta_1 \text{ Prof} + \beta_2 \text{ DPR} + \beta_3$$

$$\text{Ass G} + \beta_4 \text{ Size} + \beta_5 \text{ Lev} + \epsilon_4$$

Hasil Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan program SPSS, maka dapat dilihat nilai t hitung serta signifikansi yang dijadikan acuan dalam pengambilan keputusan :

Tabel 1. Uji Hipotesis

N O	HIPOTESIS	T HITUNG	SIGNIFIKANSI	KEPUTUSAN	TEORI
1	Size berpengaruh positif terhadap profitabilitas (ROA)	3,833	0,00<0,05	DITERIMA	SIGNALING THEORY
2	Leverage (DER) berpengaruh negatif terhadap profitabilitas (ROA)	-0,305	0,00<0,05	DITERIMA	PECKING ORDER THEORY
3	Profitabilitas (ROA) berpengaruh positif terhadap DPR	4,447	0,00<0,05	DITERIMA	SIGNALING THEORY
4	Leverage (DER) berpengaruh positif terhadap asset growth	3,658	0,00<0,05	DITERIMA	BALANCING THEORY
5	Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	11,529	0,00<0,05	DITERIMA	SIGNALING THEORY
6	DPR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	2,421	0,017<0,05	DITERIMA	SIGNALING
7	Asset growth berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	0,317	0,752>0,05	DITOLAK	SIGNALING THEORY
8	Size berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	3,248	0,01<0,05	DITERIMA	SIGNALING
9	Leverage berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	5,424	0,00<0,05	DITERIMA	BALANCING THEORY

Sumber: Data sekunder yang diolah

Meningkatnya penjualan yang merupakan suatu ukuran dari perusahaan juga akan berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan. Suatu perusahaan yang memiliki penjualan yang tinggi, maka secara otomatis akan memperoleh profitabilitas yang tinggi pula. Hal ini juga sesuai dengan teori yang digunakan yaitu *political cost* yang menyatakan semakin besar biaya politik maka akan semakin besar daya terima (*acceptability*) dan kepercayaan masyarakat untuk membeli dan menggunakan produk sehingga potensi profitabilitas akan meningkat. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa *size* yang mempengaruhi perubahan peningkatan profitabilitas (ROA).

Dengan bertambahnya hutang akan memperbesar resiko yang akan diterima oleh suatu perusahaan. Hutang yang semakin besar akan menimbulkan resiko yang menyebabkan pengurangan atau penurunan profitabilitas dan bahkan dapat menyebabkan kerugian. Ketika hutang semakin ditambah dan sudah tidak bermanfaat lagi, maka profitabilitas akan menurun akibat beban bunga yang ditanggung. Hal ini sejalan dengan *balancing theory* yang menyatakan bahwa penggunaan hutang dapat ditambah selama manfaat masih besar, tetapi ketika manfaat sudah tidak lebih besar, maka resiko akan penurunan profitabilitas atau bahkan akan menimbulkan kebangkrutan karena menurut Shan dan Khan (2007), ketika profitabilitas meningkat maka *leverage* menurun dan begitu pula sebaliknya, sehingga terjadi hubungan yang negatif diantara keduanya. Manajemen sebaiknya semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman, sebab jumlah hutang hutang yang semakin meningkat dapat menimbulkan *financial distress*.

Semakin meningkatnya profitabilitas menandakan semakin

baik kinerja perusahaan, sehingga profitabilitas yang didapat bisa dibagikan kepada para pemegang saham. Hal ini didukung oleh *signaling theory* yang menyatakan bahwa isyarat merupakan suatu petunjuk pemberi syarat mengenai prospek perusahaan. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi maka besar kemungkinan untuk membagikan dividen yang tinggi pula.

Bertambahnya hutang maka akan meningkatkan asset perusahaan, karena menurut konsep persamaan akuntansi jumlah total asset sama dengan modal sendiri ditambah dengan hutang. Penambahan hutang yang dilakukan oleh perusahaan manufaktur yang ada di BEI pada periode 2007-2011, rata-rata memiliki pengaruh pertumbuhan asset pada perusahaan-perusahaan manufaktur tersebut. Hal ini juga didukung dengan *balancing theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan memperbesar hutang untuk manfaat melalui penambahan dana.

Hasil penelitian ini sesuai dengan *signaling theory* yang menyatakan bahwa kinerja perusahaan merupakan tanda untuk menilai perusahaan. Dengan adanya pertumbuhan peningkatan profitabilitas menunjukkan kinerja yang baik dari suatu perusahaan, sehingga nilai perusahaan pun akan meningkat juga. Perusahaan dengan tingkat laba yang tinggi akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang memiliki tingkat efisiensi penggunaan aktiva yang tinggi, karena laba yang diperoleh juga tinggi. Dengan kata lain, nilai ROA yang semakin tinggi menunjukkan bahwa perusahaan semakin efisien dalam memanfaatkan aktiva untuk memperoleh laba.

Tanda positif pada koefisien regresi menunjukkan bahwa semakin besar pembayaran dividen yang akan dilakukan perusahaan akan menaikkan nilai perusahaan. Hal ini sejalan

dengan *signaling theory* yang menyatakan bahwa perkembangan profitabilitas dan kinerja perusahaan lainnya mencerminkan perkembangan keadaan perusahaan yang lebih baik. Dengan membagikan dividen kepada para pemegang saham, maka persepsi investor akan menjadi baik sehingga dapat menaikkan nilai perusahaan karena modal yang ditanamkan semakin besar sehingga berimbas pada peningkatan harga saham.

Hasil penelitian pengaruh *asset growth* terhadap nilai perusahaan memberikan tanda yang positif tetapi tidak signifikan. Hal ini berarti terdapat pengaruh peningkatan nilai perusahaan oleh *asset growth* tetapi tidak signifikan atau pengaruhnya tidak terlalu besar bahkan hampir sama sekali tidak mempengaruhi. Aset yang ditambah pada perusahaan belum tentu akan menambah nilai bagi perusahaan. Pertumbuhan aset tidak mendukung peningkatan nilai perusahaan yang terjadi pada perusahaan manufaktur yang di BEI pada periode penelitian 2007-2011.

Semakin besar ukuran perusahaan, semakin cepat perputaran aktiva (perusahaan semakin efektif dalam menghasilkan laba dari penggunaan aktivanya), sehingga semakin besar pula penjualan bersih, maka pendapatan yang diperoleh meningkat. Hal ini akan menjadi sinyal positif bagi investor bahwa semakin baik kinerja perusahaan akan meningkatkan minat investor untuk berinvestasi dan pada akhirnya nilai perusahaan pun akan meningkat. Hal ini mendukung *signaling theory* yaitu investor cenderung lebih tertarik pada perusahaan berskala besar, karena perusahaan berskala besar cenderung memiliki kondisi penjualan yang stabil. Kestabilan ini menarik investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut sehingga membuat harga saham beranjak naik dan nilai

perusahaan pun ikut meningkat.

Ketika hutang yang digunakan semakin tinggi masih memberikan manfaat bagi perusahaan maka penggunaan hutang tersebut masih baik dan berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi hutang maka akan semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat dari penggunaan hutang jauh lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya. Hal ini didukung oleh *balancing theory* yang menyeimbangkan proporsi hutang, sejauh manfaat masih lebih besar maka hutang dapat ditambah, tetapi ketika manfaat sudah tidak lebih besar, maka penggunaan hutang sebaiknya tidak ditambah.

Tabel 2. Hasil Uji Mediasi

H	Variabel Independen	Variabel Dependen	Variabel Intervening	Koefisien β secara Langsung	Koefisien β Uji Mediasi	Keputusan
H10	ROA	PBV	DPR	0,669	0,0456	DITOLAK
H11	Size	PBV	ROA	0,178	0,206	DITERIMA
H12	DER	PBV	ROA	0,303	-0,204	DITOLAK
H13	DER	PBV	Asset Growth	0,303	0,0049	DITOLAK

Berdasarkan hasil pengujian *intervening* (mediasi), perhitungan koefisien pengaruh langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan memiliki nilai beta yang lebih besar yaitu sebesar 0,669 jika dibandingkan dengan perhitungan koefisien pengaruh tidak langsung, yaitu profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui *dividend payout ratio* sebesar 0,0456. Dengan demikian, variabel *dividend payout ratio* (DPR) tidak memediasi hubungan antara profitabilitas dengan

nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian *intervening* (mediasi), perhitungan koefisien pengaruh langsung *size* terhadap nilai perusahaan memiliki nilai beta yang lebih kecil yaitu sebesar 0,178 jika dibandingkan dengan perhitungan koefisien pengaruh tidak langsung, yaitu *size* terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas sebesar 0,206. Dengan demikian, variabel profitabilitas memediasi hubungan antara *size* dengan nilai perusahaan sehingga variabel profitabilitas merupakan variabel *intervening*.

Begitu pula untuk hasil pengujian Pengaruh mediasi profitabilitas terhadap hubungan *leverage* dengan nilai perusahaan dan Pengaruh mediasi *asset growth* terhadap hubungan *leverage* dengan nilai perusahaan yang memiliki nilai koefisien beta pengaruh tidak langsung yang lebih kecil dibandingkan dengan pengaruh langsungnya sehingga profitabilitas dan *asset growth* bukan merupakan variabel *intervening* (mediasi) antara *leverage* dengan nilai perusahaan.

IMPLIKASI DAN KEBIJAKAN MANAJERIAL

1. ROA merupakan variabel yang dominan yang berpengaruh pada nilai perusahaan, sehingga investor dalam membeli saham harus melihat tinggi rendahnya ROA. Apabila ROA tinggi atau meningkat, saham sebaiknya dibeli atau ditahan, sebaliknya bila ROA rendah atau menurun saham sebaiknya segera dijual karena harganya akan turun.
2. *Size* memberikan pengaruh yang positif dan signifikan pada profitabilitas (ROA) sehingga investor perlu melihat bahwa semakin besar perusahaan profitabilitasnya semakin meningkat, terkait dengan skala ekonomis. Semakin besar perusahaan

maka semakin besar skala produksi dan semakin tinggi skala ekonomis sehingga semakin meningkat profitabilitas dengan asumsi semakin tinggi skala produksi maka biaya relatif semakin menurun.

3. *Dividend payout ratio* memberikan kontribusi dengan koefisien beta yang relative kecil dibanding dengan koefisien beta lainnya. Hal tersebut menunjukkan bahwa DPR memiliki pengaruh yang kecil terhadap nilai perusahaan, sehingga tidak dapat dipergunakan sebagai bahan pembuatan keputusan oleh investor.
4. *Asset growth* memiliki nilai yang sangat kecil dan tidak signifikan, maka tidak dapat dijadikan pedoman oleh investor untuk membeli, menahan atau menjual saham.
5. Manajer perusahaan manufaktur perlu menjaga besarnya penggunaan hutang dalam mengambil keputusan sumber pendanaan. Walau secara positif kebijakan hutang mempengaruhi nilai perusahaan, tetapi secara *profitable* kebijakan hutang dengan keputusan penggunaan hutang yang semakin besar akan mempengaruhi profitabilitas (ROA). Dengan penggunaan hutang yang semakin besar akan berdampak negatif pada profitabilitas (ROA).
6. Manajer perusahaan manufaktur juga perlu menjaga besarnya *size*, karena dengan menjaga besarnya *size* akan berdampak positif pada profitabilitas yang berimbas juga pada kenaikan nilai perusahaan manufaktur. Dengan mendorong peningkatan *size*, maka profitabilitas dan nilai perusahaan pun akan ikut meningkat serta pembagian *dividen payout ratio* (DPR) yang meningkat pula.

KETERBATASAN PENELITIAN

Keterbatasan dalam penelitian ini lebih ditekankan pada generalisasi penelitian yang hanya dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa

efek Indonesia (BEI) selama periode 2007-2011. R square pada penelitian ini untuk seluruh variabel yang digunakan hanya sebesar 62,6%. Hal tersebut menggambarkan bahwa masih terdapat variabel lain yang mempengaruhi nilai perusahaan di luar variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Kuwari, Duha, 2009. **“Determinants of The Dividend Policy in Emerging Stock Exchange : The Case of GCC Countries”**, *Global economy and Finance Journal*, Vol. 2, No.2, Oo. 38-63
- Al-Makawi, Husam, 2007. **“Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan : An Application of the Tobit Model”**. *Journal of Economic & Administrative Services* Vol 23 No 2 pp 44-70.
- Amidu, Mohammed, 2007. **“How Does Dividend Policy affect Performance of the Firm on Ghana Stock exchange”**. *Investment Management & Financial Inovations*. Vol 4, No 2, p 103-107.
- Arilaha, Muhammad Asril, 2009. **“Corporate Governance dan Karakteristik Perusahaan terdapat Kebijakan Dividend”**. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol 13 No 3 pp 386-394.
- Bachtiar, Usman, 2006. **“Variabel Penentu Keputusan Pembagian Dividend pada Perusahaan yang Go Publik di Indonesia periode 2000-2002”**. *Media Riset Bisnis dan Manajemen*, Vol 6 No 1 pp 23-46.
- Burja, Camelia, 2011. **“Factors Influencing the Companies’ Profitability”**, *Annales Universitatis Apulensis Series Economica*, 13(2).
- Chowdhury, Anup dan Suman Paul, 2010. **“Impact of capital structure on firm’s value: Evidence from Bangladesh”**, *Business and Economic Horizons*, Vol. 3, Issue 3, pp 111 – 122.
- Cuong, Nguyen, Thanh, Canh, Nguyen, Thi, 2012. **“The Effect of Capital Structure on Firm Value for Vietnam’s Seafood Processing Enterprises”**, *International Research Journal of Finance and Economics*.
- Dosugi, Samuel, 2011. **“Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penciptaan Nilai pada Perusahaan-Perusahaan di Bursa Efek Jakarta”**, *Journal of Applied Finance and accounting*, Vol. 2, No. 2
- Ghozali, Imam, 2009. **“Ekonometrika: Teori, Konsep dan Aplikasi dengan SPSS 17”**. Badan Penerbit Universitas Diponegoro : Semarang.
- Ghozali, Imam, 2001. **“Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS”**. Badan Penerbit Universitas Diponegoro : Semarang.
- Gill, Amarajit, Nahum Biger dan Rajendra Tibrewala. 2010. **“Determinants of Payout Ratios – evidence from United States”**. *The Open Business Journal*, Vol. 3, p 8-14.
- Gujarati, Damodar, 2003. **“Ekonometrika Dasar”**. Erlangga : Jakarta.

- Hardiningsih, Pancawati, 2011. **“Struktur Kepemilikan, Kebijakan Deviden, Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan”**, *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Vol. 3, No.1
- Hasnawati, Sri, 2005. **“Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividend terhadap Nilai Perusahaan Publik di BEJ”**. *Usahawan*, No 9, TH XXXIV September.
- Hasnawati, Sri, 2008. **”Analisis Dampak Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta”**, *Jurnal Universitas Lampung*, Vol. 13, No.2
- Horne, James, C. Van, 1991. **“Financial Management and Policy”**, 8th Ed.
- Intan Rahmawati & Akaram, 2007. **“Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividend an Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan pada Perusahaan-perusahaan di BEJ periode 2000-2004”**. *Jurnal Riset Akuntansi*. Vol 6, No 1.
- John, S. Franklin, 2010. **“Leverage, Growth and Profitability as Determinants of Dividend Payout Ratio-Evidence from Indian Paper Industry”**, *Asian Journal of Business Management Studies 1*. ISSN 2222 – 1387.
- Joni dan Lina, 2010. **“Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal”**, *Jurnal Bisnis dan Akutansi STIE Trisakti*, Vol. 12, No 2.
- Kang, Shin Ae, 2010. **“Impact of Foreign Institutional Investors on Dividen Policy in Korea : Sock Market Perspective”**, *Journal of Finance Management and Analysis*.
- Kurnia, Indra & Wisnu Muwardi, 2012. **“Analisis Pengaruh BOPO, LAR, EAR dan SIZE terhadap Kinerja Keuangan”**. *Diponegoro Journal of Management*. Vol 1, No 2, p 49-57.
- L. Lipson, Marc, Sandra, Mortal, Michael, J. Schill, 2009. **“What Explain the Asset Growth Effect in Stock Return”**. *Journal of Bussines Administration*.
- Martani, Dwi., Mulyono., Khairurizka, Rahfiani, 2009, **“The Effect of Financial Ratios, Firm Size, and Cash Flow From Operating Activities in the Interim Report to the Stock Future”**, *Chinese Business Riview, ISSN 1537-1507, USA*, Vol, 8, No, 72
- Mas’Ud, Masdar, 2008. **“Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya terhadap Nilai Perusahaan”**, *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Vol. 7, No. 1
- Nathanael, Nicky, 2008, **“Faktor yang Mempengaruhi Return Saham”**, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro
- Paydar, Maryan, Barjoyaibin, Bardai, 2012. **“Leverage Behaviour of Malaysian Companies a Case Observation of the Industrial Sector’s Companies in Bursa Malaysia”**. *International Research*

Journal of Finance and Economics. ISSN 1450-2887.

- Prohantoro, 2003. **“Estimasi Pengaruh Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Go Publik di Indonesia”**. Jurnal Ekonomi dan Bisnis. No 1, Jilid 8.
- Qian, Yanmin, Tian, Yao, Wijanto, Tony S, 2007. **“An Empirical Investigation Into The Capital Structure Determinants of Publicly listed Chinese Companies : A Static Analysis”**, *China Securities Regulatory Commission Journal*, Vol. 2
- Rahmawati, Fitri Linda, 2010. **“Pengaruh Current Ratio, Inventory Turnover dan Debt to Equity Ratio terhadap Return on Asset”**, Jurnal Universitas Negeri Malang.
- Retnaningsih, Wiwi, 2010. **“Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Profitabilitas Perusahaan Manufaktur”** ,Jurnal Aplikasi Manajemen . Vol. 8, No 1.
- Salvatore, Dominick, 2005. **“Ekonomi Managerial dalam Perekonomian Global”**. Jakarta : Salemba empat.
- Sarwono, Jonahan, 2007. **“Analisis Jalur untuk Riset Bisnis dengan SPSS”**, Andi Yogyakarta.
- Shah A, Khan S, 2007. **“Determinan of Capital Structure Eviden from Pakistan”**, *International Review of Bussines Research Paper*, Vol.1, No.4, P.265-282.
- Singapurwoko, Arif, Muhammad, Salahudin, Mustofa, El-Wahid, 2011. **“The Impact of financial Leverage to Profitability Study of Non-Financial Companies Listed in Indonesia Stock Exchange”**. *International Research Journal of finance and Economics*. ISSN 1450-2275.
- Soliha, Euis & Taswan, 2002. **“Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta beberapa Faktor yang Mempengaruhinya”**. Jurnal Bisnis dan Ekonomi, Vol 9, No 2, pp 149-163.
- Steven dan Lina, 2011. **“Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur”**, Jurnal Bisnis dan Akuntansi STIE Trisakti, Vol. 13, No 3, p 163 – 181.
- Sujoko & Ugy Soebiantoro, 2007. **“Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan”**. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan. Vol 9, No 1, pp 41-48.
- Tahir, Izah, Mohd, 2011. **“The Relationship Between Enterprise Risk Management(ERM) and Firm Value : Evidence From Malaysian Public Listed Company”**, *International Journal of Economics and Management Sciences*, Vol. 1, No. 2, 2011, pp. 43-41
- Thavikulwat, Precha, 2004. **“Determining The Value of Firm”**, *Development and Business Simulation and Experiential Learning*, Vol. 31
- Wahyudi, Sugeng, 2003, **”Pengaruh Rasio Harga Nilai Buku dan Rasio Hutang Modal Sendiri terhadap**

Return”, **Media Ekonomi dan Bisnis**, Vol. XV, No.2

Wardani, Dewi Kusuma, 2009.
“**Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan pada Bursa Efek Malaysia dan Bursa Efek Indonesia**”, *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 13, No. 2

Weston, J. Fred, Copeland, Thomas E., 1995. “**Manajemen Keuangan**”, Jilid 1, Edisi Kesembilan.

Yuniasih, NI Wayan, Wirakusuma, Made, Gede, 2008. “**Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* dan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel Pemoderasi**”, *Jurnal Universitas Udayana*.