

**PENGARUH *GROWTH* DAN *LEVERAGE* TERHADAP
PRICE TO BOOK VALUE DALAM MEDIASI *RETURN ON EQUITY* DAN *DIVIDEND
PAYOUT RATIO***

Studi Pada Perusahaan *Jakarta Islamic Index* Di Bursa Efek Indonesia

Muhamad Umar Mai

Jurusan Akuntansi Politeknik Negeri Bandung

Abstract

This study aims to examine the influence of leverage and growth to price book value, and test the mediation return on equity and dividend payout ratio in the causal relationship. The study population was categorized as a company of Jakarta Islamic Index listed on the Indonesia Stock Exchange in the period 2004-2009. Data collection methods used is purposive sampling. Criteria on the sample used, the company must have positive earnings per share and issued financial statements make it possible to determine the variables of the study. Testing of all hypotheses in this study using path analysis with Amos 16.0 package program. Furthermore, some important findings from this study can be stated as follows: 1) growth does not significantly effect the price to book value, 2) leverage has positive and significant effect on the price to book value, 3) return on equity and dividend payout ratio to mediate the influence growth of the price to book value. However, this study found no evidence that the return on equity mediates the effect of leverage on price to book value.

Keywords: Growth, Leverage, Price To Book Value, Return On Equity, Dividend Payout Ratio

Pendahuluan

Pengelolaan perusahaan dengan bentuk badan usaha perseroan terbatas, diserahkan kepada manajer profesional yang bukan pemilik. Keputusan penyerahan pengelolaan di atas menyebabkan terjadinya pemisahan kepemilikan dan kontrol perusahaan antara pemilik sebagai *principal* dan manajer sebagai *agent* (Jensen dan Meckling, 1976). Pemisahan ini menghasilkan hubungan agensi, yang didefinisikan sebagai “kontrak dimana satu orang atau lebih (*principal*) melibatkan orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa pekerjaan atas nama mereka yang meliputi pemberian kewenangan pengambilan keputusan kepada *agent*”. Amihud dan Lev (1981) menyatakan bahwa manajer sebagai agen dari pemegang saham, tidak selalu bertindak atas nama kepentingan pemegang saham karena tujuan keduanya berbeda. Manajer tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Hasil penelitian Grand Jammine dan Thomas sebagaimana dikutip Bethel dan Julia (1993), menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun keputusan-keputusan itu tidak meningkatkan nilai perusahaan.

Teori keagenan menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol, sebagai berikut: Pertama, meningkatkan *insider ownership*. Mao (2003), Pawlina dan Renneboog (2005), dan Chen et al. (2006) mengungkapkan bahwa untuk mengurangi *agency problem* dapat dilakukan dengan peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kedua, peningkatan pendanaan dengan utang bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Ketiga, meningkatkan *monitoring* melalui *institutional ownership*. Shleifer dan Vishny (1986), dan Coffee (1991) menyatakan bahwa kepemilikan institusional sangat berperan dalam melakukan monitoring terhadap perilaku manajer. Keempat, meningkatkan *dividend payout ratio*, mengakibatkan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasi (Crutchley dan Hansen, 1989).

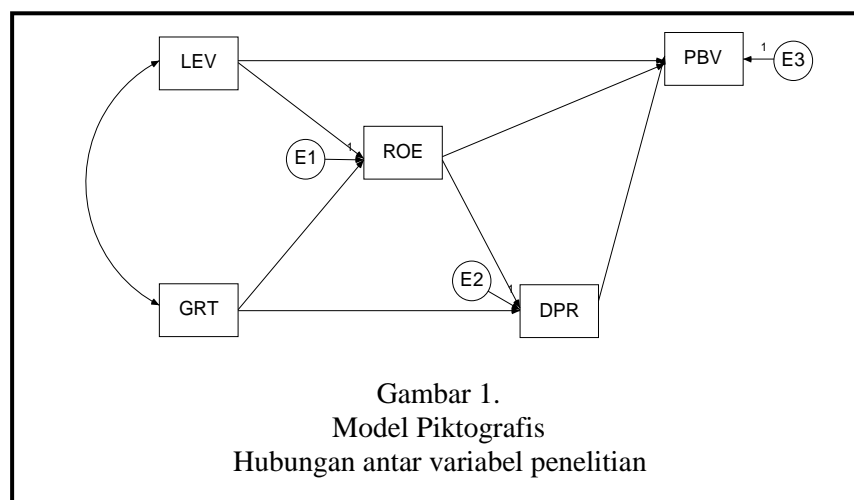
Pencapaian tujuan pengelolaan keuangan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan, harus dilakukan dengan menjalankan fungsi-fungsi dari manajemen keuangan perusahaan, yaitu fungsi investasi, fungsi pendanaan, dan fungsi dalam menjalankan kebijakan dividen (Weston dan Copeland, 1992; Bringham dan Houston, 2004). Manajer hendaknya

melakukan investasi pada proyek-proyek yang mempunyai *net present value* positif. Selanjutnya proyek-proyek investasi tersebut akan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Lipe 1986; Collins dan Kothari, 1989). Tambahan investasi tentunya akan menjadikan perusahaan mengalami pertumbuhan. Sumber dana yang dapat digunakan perusahaan untuk membiayai pertumbuhannya itu adalah berupa modal sendiri, modal pinjaman (*debt*) atau bauran dari keduanya yang membentuk stuktur modal (Brigham dan Houston, 2004). Penelitian tentang pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas, menunjukkan hasil yang simpangsiur. Hasil penelitian Gaud et al. (2005) menunjukkan adanya hubungan yang positif. Sedangkan hasil penelitian Akhtar (2005) menyatakan terdapat hubungan negatif antara *profitability* dan *capital structure*. Berdasarkan pada uraian latar belakang masalah di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk: 1) menguji pengaruh *growth* dan *leverage* terhadap *price to book value*; 2) menguji *return on equity* dan *dividend payout ratio* dalam memediasi pengaruh *growth* terhadap *price to book value*; dan 3) menguji *return on equity* dalam memediasi pengaruh *leverage* terhadap *price to book value*.

Bahan dan Metode

Sebagaimana telah dikemukakan bahwa tujuan meningkatkan nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain dan berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994; Fama dan French, 2002). Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan (Mbodja dan Mukherjee, 1994; dan Qureshi, 2006). Tambahan investasi menjadikan perusahaan mengalami pertumbuhan. Adapun sumber dana yang dapat digunakan perusahaan untuk membiayai pertumbuhannya adalah modal sendiri, modal pinjaman atau bauran dari keduanya yang membentuk stuktur modal atau *leverage* (Brigham dan Houston, 2004). Penelitian tentang pengaruh *leverage* terhadap *return on equity*, masih menunjukkan hasil yang simpangsiur. Hasil penelitian Strebulaev (2003) dan Gaud et al. (2005) menunjukkan adanya hubungan yang positif antara tingkat *leverage* dan *return on equity*. Myers dan Majluf (1984), Klein et al. (2002), dan Akhtar (2005) menyatakan terdapat hubungan negatif antara *profitability* dan *leverage*.

Fama and French (2001) menemukan bukti bahwa *dividends* dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, profitabilitas, dan peluang-peluang investasi. Studi DeAngelo dan DeAngelo (1990) dan DeAngelo dan Skinner (1992) menemukan bukti bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Studi Amihud dan Li (2002) menemukan fenomena yang menunjukkan penurunan kandungan informasi dalam kebijakan dividen. DeAngelo dan Skinner (2002) membuktikan bahwa dividen tetap menarik perhatian dengan total dividen riil yang dibayarkan mengalami kenaikan 16,3% pada tahun 2000 bila dibandingkan dengan tahun 1978. Selanjutnya, dari pada uraian landasan teoritis di atas, maka interdependensi antar variabel yang dikaji dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Berdasarkan pada gambar model piktografis, selanjutnya dapat dikemukakan model matematis dari penelitian ini, sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \beta_1 \text{GRT} + \beta_2 \text{LEV} + \varepsilon_1 \dots\dots\dots (1)$$

$$\text{DPR} = \beta_3 \text{GRT} + \beta_4 \text{ROE} + \varepsilon_2 \dots\dots\dots (2)$$

$$\text{PBV} = \beta_5 \text{GRT} + \beta_6 \text{LEV} + \beta_7 \text{ROE} + \beta_8 \text{DPR} + \varepsilon_3 \dots\dots\dots (3)$$

Dimana: LEV = *Leverage*; GRT = *Growth*; ROE = *Return On Equity*;
 DPR = *Dividend Payout Ratio*; PBV = *Price to Book Value*.
 β_1 s.d β_8 = Koefisien Regresi
 ε_1 s.d ε_3 = *Error of Estimate*

Pertumbuhan adalah dampak atas arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan atau penurunan volume usaha (Helfert, 1997). Pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan investor pun akan mengharapkan tingkat pengembalian dari investasi yang dilakukan menunjukkan perkembangan yang baik. Sriwardany (2006) menemukan bukti bahwa informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan selalu direspon positif oleh para investor. *Leverage* didefinisikan sebagai sebuah ukuran yang menunjukkan seberapa besar tingkat penggunaan utang dalam membiayai aktiva perusahaan. Penelitian yang telah dilakukan oleh Deesomsak et al. (2004), Chen (2004, dan Delcoure (2006) menemukan bukti bahwa terdapat hubungan kausalitas yang bersifat negatif antara struktur modal dan *profitability*. Temuan ini sesuai dengan *pecking order theory*, artinya perusahaan akan menggunakan dana internal terlebih dahulu, utang lalu menerbitkan saham. Berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas maka hipotesis pertama dan kedua yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1: Pertumbuhan perusahaan atau *Growth* (GRT) berpengaruh positif terhadap *Profitability* yaitu *Return On Equity* (ROE)

Hipotesis 2: Struktur Modal atau *Leverage* (LEV) berpengaruh negatif terhadap *Profitability* yaitu *Return On Equity* (ROE).

Firm life cycle theory dari DeAngelo dan DeAngelo (2006) memprediksi bahwa pada tahun-tahun awal, perusahaan membayar sedikit dividen sebab peluang investasi yang dimiliki melebihi perolehan modal internal. Pada tahun-tahun yang belakangan, dana internal yang diperoleh melebihi peluang-peluang investasi, dengan demikian perusahaan secara optimal membayarkan kelebihan dana tersebut untuk dividen tunai. Denis dan Osobov (2007) menyatakan bahwa dana internal itu dialokasikan sebagai pembayaran dividen dalam upaya mengurangi kemungkinan bahwa *free cash flow* akan digunakan oleh manajer untuk pemborosan. Berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas maka hipotesis ketiga dan keempat yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 3: Pertumbuhan perusahaan atau *Growth* (GRT) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen yaitu *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Hipotesis 4: Profitabilitas yaitu *Return On Equity* (ROE) berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Stulz (1990) menemukan bukti bahwa perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang rendah, maka rasio utang berhubungan secara positif dengan nilai perusahaan. Sedangkan perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang tinggi, maka rasio utang berhubungan secara negatif dengan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pengaruh utang terhadap nilai perusahaan sangat tergantung pada keberadaan kesempatan pertumbuhan. Penelitian yang dilakukan oleh Sriwardany (2006) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap harga perubahan saham, hal ini berarti bahwa informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan akan direspon positif oleh investor, sehingga akan meningkatkan harga saham. Sedangkan hasil berbeda ditemukan oleh Syafrida (2008) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Penggunaan *leverage* dimaksudkan untuk meningkatkan kekayaan pemilik. Hal ini dikarenakan, yaitu (a) pembayaran bunga adalah *tax deductible*, yang menurunkan biaya efektif utang, (b) *debtholder* memperoleh *return* yang pasti,

(c) Melalui *financial leverage* dimungkinkan laba per lembar saham akan meningkat, (d) kendali terhadap operasi perusahaan oleh pemegang saham yang ada tidak berubah (Brigham dan Houston, 2004). Dilain pihak ada kerugian yang timbul dari penggunaan *leverage*, yaitu (a) semakin tinggi *debt ratio*, semakin berisiko perusahaan karena semakin tinggi beban tetap, (b) jika sewaktu-waktu perusahaan kesulitan keuangan dan *operating income* tidak cukup menutup beban bunga, maka akan menyebabkan kebangkrutan (Brigham dan Houston, 2004). (c) Munculnya *agency problem* *principle* dan *debtholder* (Van Horne, 1992).

Berbagai studi telah dilakukan untuk membuktikan bahwa profitabilitas adalah berhubungan positif dan signifikan dengan harga saham perusahaan (diantaranya hasil studi Beaver et al. ,1979; Kormendi dan Lipe, 1987; Lipe 1986; Collins dan Kothari, 1989). Penelitian-penelitian yang banyak diwarnai oleh kedua studi tersebut yang menggunakan gabungan laba dan nilai buku antara lain Barth et al. (2001), Burgstahler dan Dichev (1997), Collins et al. (1997), Collins et al. (1999), Francis dan Schipper (1999), Ely dan Waymire (1999) dan Ali dan Hwang (2000). Temuan utama dari studi-studi tersebut menunjukkan bahwa laba merupakan faktor yang signifikan mempengaruhi harga saham dan nilai perusahaan. Teori keagenan menyatakan bahwa para pemegang saham dari luar (*outsiders*) mempunyai preferensi terhadap dividen daripada laba ditahan, sebab *insiders* mungkin menghambur-hamburkan *cash* yang ditahan di perusahaan (Easterbrook, 1984, Jensen 1986, Myers 2000). Preferensi terhadap dividen ini lebih kuat pada *emerging markets* dengan perlindungan yang lemah terhadap investor. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan *Jakarta Islamic Index* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), yang termasuk dalam kelompok *emerging markets* dengan perlindungan yang kurang terhadap hak-hak para investor. Negara berkembang seperti di Indonesia dimana struktur dan mekanisme *corporate governance* masih sangat lemah pembayaran dividen diinginkan oleh para pemegang saham. Dengan demikian, dari telaah pustaka yang telah diuraikan di atas maka hipotesis kelima sampai dengan kedelapan yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 5: Pertumbuhan perusahaan atau *Growth* (GRT) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan yaitu *Price to Book Value* (PBV).

Hipotesis 6: Struktur Modal atau *Leverage* (LEV) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan yaitu *Price to Book Value* (PBV)

Hipotesis 7: *Profitability* yaitu *Return On Equity* (ROE) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan yaitu *Price to Book Value* (PBV)

Hipotesis 8: *Dividend Payout Ratio* (DPR) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan yaitu *Price to Book Value* (PBV).

Return on equity dan *dividend payout ratio* menjadi variabel intervening dalam hubungan kausalitas antara *growth*, *leverage* dan *firm value* (*price to book value*). Hal ini disebabkan karena penelitian-penelitian sebelumnya yang menguji pengaruh *growth* dan *leverage* terhadap *firm value* masih menunjukkan hasil yang simpang siur. Demikian pula halnya pengaruh *dividend policy* terhadap *firm value* sampai saat ini masih menunjukkan hasil yang tidak sama. Dengan demikian, penelitian ini mengajukan hipotesis mediasi sebagai berikut:

Hipotesis 9 : *Return on equity* dan *dividend payout ratio* memediasi hubungan kausalitas antara *growth* dan *price to book value*.

Hipotesis 10: *Return on equity* memediasi hubungan kausalitas antara *leverage* dan *price to book value*.

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang masuk dalam kategori *Jakarta Islamic Index* (JII) dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), periode tahun 2004-2009. Metode pengumpulan data yang digunakan adalah *purposive sampling*, dengan kriteria bahwa laporan keuangan perusahaan tersebut memungkinkan untuk diperolehnya variabel-variabel berupa *Growth*, *Debt to Assets Ratio*, *Return on Equity*, *Dividend Payout Ratio*, dan *Price to Book Value*. Dari pada kriteria pemilihan sampel tersebut, diperoleh 166 sampel perusahaan. Selanjutnya, dalam upaya untuk mendapatkan normalitas data secara *multivariate* maka sebanyak 37 sampel perusahaan yang bersifat *outlier* dikeluarkan, oleh karena itu penelitian ini hanya menggunakan 129 sampel perusahaan.

Path analysis dengan paket program Amos 16.0. digunakan dalam penelitian ini. Hubungan sebab akibat antar variabel dalam penelitian ini telah dirumuskan dan dikemukakan dalam sepuluh hipotesis yang tergabung menjadi suatu model hubungan antar variabel penelitian atau model empiris yang diajukan. Penjelasan tentang definisi operasional variabel, pengukuran variabel, dan indikator dari variabel yang digunakan dalam penelitian ini, selanjutnya dapat disajikan pada Tabel 1 sebagai berikut:

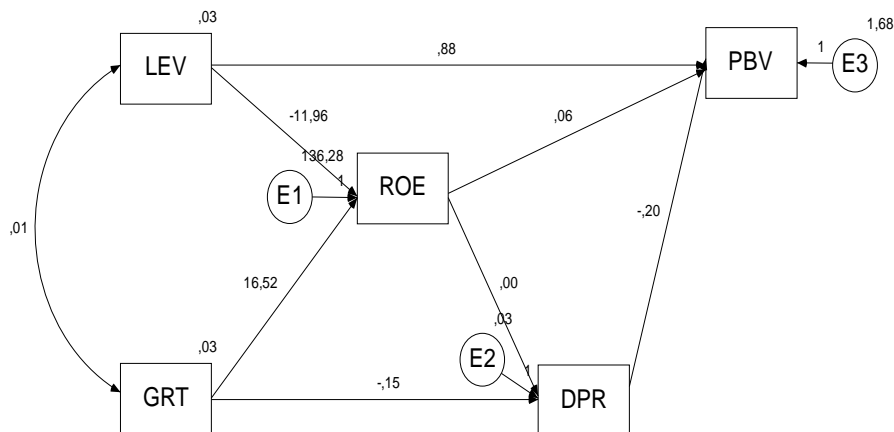
Tabel 1.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

VARIABEL	DIMENSI / KONSEP VARIABEL	PENGUKURAN VARIABEL	JUSTIFIKASI
Tingkat Pertumbuhan <i>Growth</i> (GRT)	Merupakan ukuran kenaikan atau penurunan Total Asset perusahaan dalam satu tahun.	$Growth = [Total\ Asset\ (t) - Total\ Asset\ (t-1)] / Total\ Asset\ (t-1)$	Robert Ang, 1997; Harjono (2002)
Tingkat <i>Leverage</i> (LEV)	Merupakan ukuran penggunaan total hutang untuk membiayai seluruh investasi perusahaan.	$DAR = Total\ Debt\ to\ Total\ Assets\ Ratio$	Jiraporn dan Ning, 2006; Renneboog dan Szilagyi, 2007; Li dan Zhao, 2007.
Profitabilitas (ROE)	Merupakan ukuran dari <i>return</i> atas seluruh ekuitas yang dimiliki perusahaan.	$ROE = EAT / Total\ Equity$	Denis dan Osobov, 2007; Amidu, 2007; Hedensted dan Raaballe, 2008.
Kebijakan Dividen (DPR)	Merupakan ukuran dari laba bersih perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham.	$DPR = DPS / EPS$ $DPR = Dividend\ Payout\ Ratio.$ $DPS = Dividend\ Per\ Share.$	Deshmukh, 2005; Faulkender et al., 2006; Silveira dan Barros, 2007.
Nilai Perusahaan <i>Price to Book Value</i> (PBV).	Mengukur kemampuan menciptakan nilai pasar agar tidak melebihi biaya modalnya.	$PBV = Harga\ Per\ Lembar\ Saham / Nilai\ Buku\ Per\ Lembar\ Saham.$	Lundstrum (2005), Silveira dan Barros (2007); Garay dan González (2008).

Hasil dan Pembahasan

Diagram hasil *path analysis* disajikan pada Gambar 2 di bawah ini. Gambar ini memuat koefisien regresi dan korelasi dari hubungan antar variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu *Leverage* (LEV); *Growth* (GRT); *Return On Equity* (ROE); *Dividend Payout Ratio* (DPR); dan *Price to Book Value* (PBV). Namun demikian, yang digunakan untuk menguji seluruh hipotesis yang ada pada penelitian ini hanyalah koefisien-koefisien regresinya.



Gambar 2.
Diagram Hasil *Path Analysis*

Sebelum hasil analisis ini digunakan untuk menguji seluruh hipotesis, maka dilakukan pengujian *goodness of fit* dari model yang diajukan. Pada Tabel 1 menyajikan ringkasan dari hasil evaluasi yang dimaksud.

Berdasarkan Tabel 1 dapat diketahui bahwa hasil penilaian *goodness of fit* adalah cukup layak untuk menguji seluruh hipotesis yang ada pada model ini. Selanjutnya, dari pada Gambar 2 serta *regression weights* pada *output* hasil analisis data, maka dapat disusun persamaan struktural sebagai berikut:

ROE	=	16,524	GRT	-	11,955	LEV	(1)						
P		(0,004)			(0,038)									
Cr		(2,867)			(-2,073)									
DPR	=	-0,148	GRT	+	0,003	ROE	(2)						
P		(0,097)			(0,035)									
Cr		(-1,660)			(2,108)									
PBV	=	-1,057	GRT	+	1,185	LEV	+	0,068	ROE	-	0,350	DPR	..	(3)
P		(0,110)			(0,066)			(0,000)			(0,572)			
Cr		(-1,597)			(1,836)			(6,837)			(-0,565)			

Persamaan 1 di atas menunjukkan bahwa: a). Pengaruh GRT terhadap ROE mempunyai nilai koefisien regresi sebesar 16,524 dan nilai *p* atau *sig-t* sebesar 0,004, berarti suatu hubungan kausalitas yang positif dan signifikan pada level $\alpha = 0,01$. Dengan demikian hipotesis 1, yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh positif terhadap *return on equity*, dapat diterima; b). Pengaruh LEV terhadap ROE mempunyai nilai koefisien regresi sebesar -11,955 dan nilai *p* atau *sig-t* sebesar 0,038, berarti suatu pengaruh negatif dan signifikan pada level $\alpha = 0,05$. Dengan demikian hipotesis 2, yang menyatakan bahwa struktur modal (*debt to asset ratio*) berpengaruh negatif terhadap *return on equity*, dapat diterima.

Tabel 2.
Ringkasan Hasil Evaluasi
Goodness of Fit Model Penelitian Empiris

<i>Goodness of fit Index</i>	<i>Cut-off Value</i>	Hasil Model	Keterangan
<i>Absolute Measures</i>			
χ^2 - Chi-Square	Diharapkan lebih kecil	0,252	Nilai χ^2 tabel dengan d.f. 1 adalah 3,84. Nilai <i>chi-square</i> dari model penelitian ini 0,615, berarti lebih kecil.
Probability	$\geq 0,05$	0,615	Baik sekali
CMIN/DF	$\leq 2,00$	0,252	Baik sekali
RMSEA	$\leq 0,08$	0,000	Marginal
GFI	$\geq 0,90$	0,999	Baik sekali
<i>Incremental Fit Measures</i>			
AGFI	$\geq 0,90$	0,988	Baik sekali
TLI	$\geq 0,90$	1,134	Marginal
CFI	$\geq 0,95$	1,000	Marginal
NFI	$\geq 0,90$	0,996	Baik sekali

Sumber: Hasil analisis data dengan paket program Amos 16.0

Persamaan 2 di atas menunjukkan bahwa: a). Pengaruh GRT terhadap DPR mempunyai nilai koefisien regresi sebesar -0,148 dan nilai *p* atau *sig-t* sebesar 0,097, berarti suatu pengaruh negatif dan signifikan pada level $\alpha = 0,10$. Dengan demikian hipotesis 3, yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*, dapat diterima; b). Pengaruh ROE terhadap DPR mempunyai nilai koefisien

regresi sebesar 0,003 dan nilai p atau $sig-t$ sebesar 0,035, berarti suatu pengaruh positif dan signifikan pada level $\alpha = 0,05$. Dengan demikian hipotesis 4, yang menyatakan bahwa profitabilitas (*return on equity*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, dapat diterima.

Persamaan 3 di atas menunjukkan bahwa: a). Pengaruh GRT terhadap PBV mempunyai nilai koefisien regresi sebesar -1,057 dan nilai p atau $sig-t$ sebesar 0,110, berarti suatu hubungan kausalitas yang negatif, tetapi tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 5, yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh positif terhadap *price book value*, tidak dapat diterima; b). Pengaruh LEV terhadap PBV mempunyai nilai koefisien regresi sebesar 1,185 dan nilai p atau $sig-t$ sebesar 0,066, berarti suatu hubungan kausalitas yang positif dan signifikan pada level $\alpha = 0,10$. Dengan demikian hipotesis 6, yang menyatakan bahwa struktur modal (*debt to asset ratio*) berpengaruh positif terhadap *price book value*, dapat diterima; c). Pengaruh ROE terhadap PBV mempunyai nilai koefisien regresi sebesar 0,068 dan nilai p atau $sig-t$ sebesar 0,000, berarti suatu hubungan kausalitas yang positif dan signifikan pada level $\alpha = 0,01$. Dengan demikian hipotesis 7, yang menyatakan bahwa Profitabilitas (*return on equity*) berpengaruh positif terhadap *price book value*, dapat diterima; d). Pengaruh DPR terhadap PBV mempunyai nilai koefisien regresi sebesar -0,350 dan nilai p atau $sig-t$ sebesar 0,572, berarti suatu hubungan kausalitas yang negatif, tetapi tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 8, yang menyatakan bahwa kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*price book value*), tidak dapat diterima.

Pengujian hipotesis 9 ini adalah untuk mengetahui apakah variabel yang menjadi proksi profitabilitas dan kebijakan dividen (ROE dan DPR) memediasi hubungan kausalitas antara pertumbuhan perusahaan dan nilai perusahaan. Dengan kata lain apakah pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan ataukah melalui profitabilitas dan kebijakan dividen.

Tabel 3.
Hasil Analisis Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung
'GRT' terhadap 'PBV' yang dimediasi 'ROE' dan 'DPR'

Keterangan	Nilai Variabel
• Pengaruh langsung <i>Growth</i> (GRT) terhadap <i>Price Book Value</i> (PBV)	-1,0570
• Pengaruh <i>Growth</i> (GRT) terhadap <i>Price Book Value</i> (PBV) melalui <i>Return On Equity</i> (ROE) : $16,524 \times 0,068 =$	1,1236
• Pengaruh <i>Growth</i> (GRT) terhadap <i>Price Book Value</i> (PBV) melalui <i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR) : $-0,148 \times -0,350 =$	0,0518
• Pengaruh langsung <i>Leverage</i> (LEV) terhadap <i>Price Book Value</i> (PBV)	1,1850
• Pengaruh <i>Leverage</i> (LEV) terhadap <i>Price Book Value</i> (PBV) melalui <i>Return On Equity</i> (ROE) : $-11,955 \times 0,068 =$	-0,81294

Tabel 3 menunjukkan bahwa: a) nilai koefisien pengaruh langsung GRT terhadap PBV adalah -1,0570; b) pengaruh GRT secara tidak langsung yaitu melalui ROE terhadap PBV adalah 1,1236; c) pengaruh GRT secara tidak langsung atau melalui DPR terhadap PBV adalah 0,0518. Kondisi itu menunjukkan bahwa koefisien pengaruh GRT terhadap PBV baik melalui ROE maupun DPR mempunyai arah yang positif. Berarti para investor memberikan apresiasi positif terhadap perusahaan yang tumbuh dalam kondisi untung/laba dan membagikan dividen tunai. Dengan demikian, hipotesis 9 yang menyatakan bahwa *return on equity* dan *dividend*

payout ratio memediasi pengaruh pertumbuhan perusahaan (*growth*) terhadap nilai perusahaan (*price to book value*), dapat diterima.

Tabel 3 dari menunjukkan bahwa: a) nilai koefisien pengaruh langsung LEV terhadap PBV adalah 1,1850; b) pengaruh LEV secara tidak langsung yaitu melalui ROE terhadap PBV adalah -0,81294. Kondisi itu menunjukkan bahwa koefisien pengaruh LEV terhadap PBV melalui ROE mempunyai nilai yang lebih kecil dan arah yang negatif. Dengan demikian, hipotesis 10 yang menyatakan bahwa *return on equity* memediasi pengaruh struktur modal (*leverage*) terhadap nilai perusahaan (*price to book value*), tidak dapat diterima.

Kesimpulan dan Saran

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis 1, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan kausalitas yang positif dan signifikan antara pertumbuhan dan profitabilitas perusahaan. Fakta ini menunjukkan bahwa hanya perusahaan-perusahaan yang untung yang bisa melakukan pertumbuhan. Hasil pengujian terhadap hipotesis 2, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan kausalitas yang negatif dan signifikan antara *debt to asset ratio* dan profitabilitas perusahaan. Fakta ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat keuntungan suatu perusahaan maka semakin sedikit melakukan pendanaan dari pihak eksternal atau utang. Dari pada hasil pengujian terhadap hipotesis 3, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan kausalitas yang negatif dan signifikan antara kebijakan pembayaran dividen dan pertumbuhan perusahaan. Fakta ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang sedang tumbuh membayar dividen lebih sedikit, yang berarti keuntungan yang diperoleh perusahaan lebih banyak untuk diinvestasikan kembali. Hasil pengujian terhadap hipotesis 4, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan kausalitas yang positif dan signifikan antara profitabilitas dan kebijakan pembayaran dividen. Fakta ini menunjukkan semakin tinggi tingkat profitabilitas maka semakin tinggi pula perusahaan membayar dividen tunainya.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis 5, 6, 7 dan 8 dapat disimpulkan bahwa yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*price to book value*) adalah *leverage* (hipotesis 6) dan *return on equity* (hipotesis 7). Sedangkan pertumbuhan perusahaan atau *growth* (hipotesis 5) dan kebijakan dividen atau *dividen payout ratio* (hipotesis 8), tidak berpengaruh secara signifikan. Pertumbuhan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas dan kebijakan dividen (hipotesis 9). Namun demikian, struktur modal (*leverage*) tetap pengaruh langsungnya terhadap nilai perusahaan, jauh lebih kuat dibandingkan melalui profitabilitas (hipotesis 10).

Hasil penelitian ini mempunyai implikasi bagi para manajer, bahwa pertumbuhan perusahaan akan direspon positif oleh para investor melalui tingkat profitabilitas yang telah dicapai dan kebijakan dividen yang dijalankan. Manajer mempunyai kecenderungan untuk melakukan pertumbuhan ketika perusahaan memperoleh keuntungan yang tinggi dengan menggunakan sumber dana internal yaitu laba yang ditahan. Sehingga penambahan porsi utang dalam struktur modal perusahaan akan direspon sangat positif oleh para investor. Investor-investor yang tidak menyukai dividen tunai hendaknya memilih perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan, sebaliknya investor-investor yang menyukai dividen tunai tentunya harus memilih perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi dengan peluang pertumbuhan yang sedikit. Dengan demikian, manajer perusahaan tidak perlu lagi dibebani untuk menetapkan kebijakan dividen yang optimal, karena *cliente effect hypothesis* berlaku, dibuktikan bahwa dividen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Daftar Pustaka

- Ali, A., dan L. S. Hwang. 2000. "Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data". *Journal of Accounting Research*, Vol. 38: pp. 1-21.
- Akhtar, Shumi. 2005. "The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporation", *Australian Journal of Management*. Vol. 30 No.2, pp.321-341.
- Amihud, Y. dan B. Lev. 1981. "Risk Reducction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers". *Bell Journal of Economic*, Vol. 12: pp. 11-18.
- Amihud, Y., Li, K. 2002. "The declining information content of dividend announcements and the effect of institutional holdings". *Unpublished working paper*. New York University.
- Barth, Mary E, Donald P. Cram dan Karen K. Nelson. 2001. "Accruals and the Prediction of Future Cash Flows". *The Accounting Review*. Vol. 76; pp. 27-58.
- Beaver, R. Clarke, dan W. Wright. 1979. "The Association Between Unsystematic Security Return and the Magnitude of Earnings Forecast Error". *Journal of Accounting Research* 17. pp. 316 – 340.
- Bethel, J.E. dan Julia, Liebeskind. 1993. "The Effect of Ownership Structure on Corporate Structuring". *Strategi management Journal*, Vol. 14: pp. 15– 31.
- Bringham , Eugene F.dan Joel, Houston. 2004. " Manajemen Keuangan", Salemba Empat. Jakarta.
- Brigham, Eugene F.dan Joel, Houston. 2004. *Financial Management*, Edisi 10, Jilid 1, Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Burgstahler dan I. Dichev. 1997. "Earnings, Adaptation, and Equity Value". *The Accounting Review* 72: 187-215.
- Chen, J, Jean. 2004. "Determinants of capital structure of Chinese-listed companies", *Journal of Business Research*, 57, 1341-1351.
- Chen, C.H., Ting, C.J. 2004. " An Improved Ant Colony Systems Algorithm for The Vehicle Routing Problem", Working Paper 2004-2001, Department of Industrial Engineering and Management, Yuan Ze Unuversity, Taiwan.
- Chen, C.R., Weiyu Guo, dan Vivek Mande. 2006. "Corporate Value, Manajerial Stockholdings and Invesment of Japanese Firms". *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol 17, No.1: pp. 29-51.
- Coffee, J.C., Jr. 1991. "Liquidity versus control: The institutional investor as a corporate monitor". *Columbia Law Review*, Vol. 91, No. 6: pp. 1277–1368.
- Collins D.W., M. Pincus, dan H. Xie. 1999. "Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity". *The Accounting Review*, Vol. 74: p. 29-61.
- , E. Maydew, dan I. Weiss. 1997. "Changes in the Value Relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years". *Journal of Accounting and Economics*, (December): pp. 39-67.
- , dan S.P. Kothari. 1989. "An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11: pp. 143-181.

- Crutchley, C.E dan R. Hansen. 1989. "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, Corporate Dividends". *Financial Management*, Vol. 18; pp. 35 – 57.
- DeAngelo, H. dan L. DeAngelo. 1990. "Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms". *Journal of Finance*, Vol. 45: pp. 1415-1431.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, dan D. Skinner. 1992. "Dividends and losses". *Journal of Finance*, Vol. 47: pp. 1837-1864.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo dan D.J. Skinner. 2002. "Are Dividend Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earning". *Working Paper*, Code No. 02-9, USC Finance and Business Economics, USC Marshall School of Business.
- DeAngelo, H., dan L. DeAngelo. 2006. "The Irrelevance of the Mm Dividend Irrelevance Theorem". *Journal of Financial Economics*, Vol. 79: pp. 293-315.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. and Pescetto, G. 2004. "The Determinants of Capital Structure: Evidence From The Asia Pasific Region", *Journal Of Multinational Financial Management*, Vol. 14, pp. 387 - 405.
- Delcoure, Natalya. 2006. "The determinants of capital structure in transitional economies", *International Review of Economics & Finance*, 16:3, 400-415
- Denis, David J., dan Egor Osobov. 2007. "Why Do Firm's Pay Dividends ? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy". Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=887643>
- Easterbrook, F. H. 1984. "Two Agency-Cost Explanations of Dividends". *American Economic Review*, Vol. 74: pp. 650-659.
- Eli, K., dan G. Waymire. 1999. Accounting Standard-Setting Organizations and Earnings Relevance: Longitudinal Evidence from NYSE Common Stocks, 1927–1993. *Journal of Accounting Research*. Vol 37. No.1. 293 —317
- Fama, E. F., dan K. R. French. 2001. "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay"? *Journal of Financial Economics*, Vol. 60: pp. 3 - 43.
- Fama, E. F., dan K. R. French. 2002. "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt." *Review of Financial Studies*, Vol. 15: pp. 1 - 33.
- Francis, J. dan K. Schipper. 1999. "Have Financial statements Lost Their Relevance?". *Journal of Accounting Research*, Autumn: pp. 319-352.
- Gaud, Philippe, Elion Jani, Martin Hoesli dan Andre Bender. 2005. "The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data". *European Financial Management*, Vol. 11, No. 1: pp. 51-69.
- Harjono, Juni. 2002. "Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Dividen Payout Ratio Pada Industry Manufaktur Di BEJ", Tesis yang tidak dipublikasikan.
- Helfert, A. Erich. 1997. "Teknik Analisis Keuangan", Edisi Kedelapan. Jakarta : Erlangga.
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. (October): pp. 305-360.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*. Vol. 76: pp. 23-329.
- Jensen, Michael C., dan Smith, Jr Clifford W. 1994. "The Modern Theory of Corporate Finance". Mc Graw – Hill Book Company.

-
- Klein, L.S., J.O.B Thomas., dan Stephen R. Peters. 2002. "Debt vs Equity and Asymmetric Information: A Review". *The Financial Review*. Vol. 37: pp. 317-350.
- Kormendi, R. dan R. Lipe. 1987. "Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Return". *Journal of Business*, Vol. 60: pp. 323-345.
- Lipe, R.C. 1986. "The Information Contained in the Components of Earnings". *Journal of Accounting Research*, (Supplemet 1986): pp. 37-64.
- Mao, Connie X. 2003. "Interaction of Debt Agency Problems and Optimal Capital Structured: Theory and Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 2: pp. 399-423.
- Mbodja, M., dan Mukherjee, Tarunk. 1994. "An Investigation Into Causality Among Firms' Dividend, Investment, & Financing Decision". *Journal of Financial Research*, pp. 517-530.
- Myers, Stewart C., dan Nicholas S. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor do not Have". *Journal of Financial Economic*, Vol. 13: pp. 419-453
- Myers. 2000. " Outside Equity". *Journal of Finance* Vol. 55 1:1005.1037
- Pawlina, Grzegorz, dan Luc Renneboog. 2005. "Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the U.K". *European Financial Management*, Vol. 11, No. 4: pp. 483-541.
- Qureshi, Muhammad Azeem. 2006. "System dynamics modelling of firm value". *Journal of Modelling in Management*. Vol. 2, No. 1, pp. 24-39.
- Safrida, Eli. 2008. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Thesis*. (online), (www.google.com).
- Shleifer, Andrei, dan Vishny. 1986. "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy*, Vol. 94: pp. 461-488.
- Sriwardany. 2006. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Perubahan Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur Tbk.. *Tesis tidak Dipublikasikan*. Universitas Sumatera Utara. Medan.
- Strebulaev, Ilya A. 2003. "Do Test of Capital Structure Theory Mean What They Say? *Job Market Paper*, London Business School, pp. 1-42.
- Stulz, R. M. 1990. "Managerial discretion and optimal financing policies". *Journal of Financial Economics*, Vol. 26 (July): pp. 3-27.
- Van Horne, James C. 1992. "Finance Management and Policy", Ninth Edition, Prenticehall, International Inc.
- Weston, J.F dan Copeland, T.E. 1992. "Manajemen Keuangan" Edisi Kedelapan (Edisi revisi), Penebit Binarupa Aksara, Jakarta.