

# TESIS

## ANALISIS PROFITABILITAS DAN NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN PERKEBUNAN KELAPA SAWIT *GO PUBLIC* DI BURSA EFEK INDONESIA

Untuk memenuhi sebagian persyaratan mencapai  
Derajat Magister Manajemen



oleh

JHONNI SINAGA  
1101026174

**PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
UNIVERSITAS MULAWARMAN  
SAMARINDA  
2014**

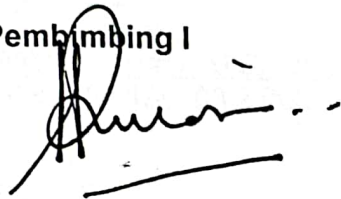
**ANALISIS PROFITABILITAS DAN NILAI PERUSAHAAN  
PADA PERUSAHAAN PERKEBUNAN KELAPA SAWIT  
GO PUBLIC DI BURSA EFEK INDONESIA**

Diajukan oleh,

**JHONNI SINAGA**  
1101026174

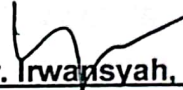
Telah disetujui oleh :

Pembimbing I



Dr. Hj. Anis Rachma Utary, M.Si., AK, CA  
NIP. 19540309 198103 2 002

Pembimbing II



Dr. Irwansyah, MM  
NIP. 19751110 200112 1 004

Mengetahui,  
Ketua Program Magister Manajemen  
Universitas Mulawarman



Prof. Dr. Hj. Syarifah Hidayah, M.Si  
NIP. 19620513 198811 2 001

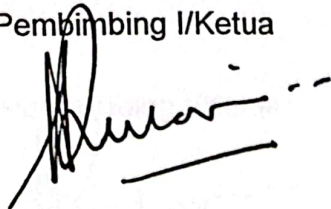
**Tesis ini telah diuji dan dinyatakan lulus pada:**

Hari : Senin  
Tanggal : 9 Juni 2014

---

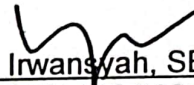
**Tim Penguji**

**Pembimbing I/Ketua**



Dr. Hj. Anis Rachma Utary, M.Si., Ak., CA  
NIP. 19540309 198103 2 002

**Pembimbing II/Sekretaris**



Dr. Irwansyah, SE., MM  
NIP. 19751110 200112 1 004

**Anggota**



Prof. Dr. Hj. Syarifah Hidayah, SE., M.Si  
NIP. 19620513 198811 2 001

**Anggota**



Prof. Dr. H. Djoko Setyadi, M.Si  
NIP. 19550418 197803 1 004

**Anggota**



Dr. Hj. Yana Ulfah, M.Si., Ak  
NIP. 19641230 198910 2 001

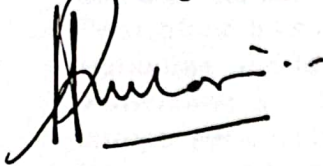
Yang bertanda tangan di bawah ini, menyatakan bahwa:

Nama : Jhonni Sinaga  
NIM : 1101026174

Telah melakukan perbaikan terhadap Tesis yang berjudul Analisis Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Perkebunan Kelapa Sawit *Go Public* di Bursa Efek Indonesia sebagaimana disarankan oleh Tim Penguji pada tanggal 9 Juni 2014.

Tim Penguji

Pembimbing I/Ketua



Dr. Hj. Anis Rachma Utary, M.Si., Ak., CA  
NIP. 19540309 198103 2 002

Pembimbing II/Sekretaris



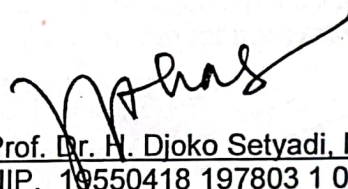
Dr. Irwansyah, SE., MM  
NIP. 19751110 200112 1 004

Anggota



Prof. Dr. Hj. Syarifah Hidayah, SE., M.Si  
NIP. 19620513 198811 2 001

Anggota



Prof. Dr. H. Djoko Setyadi, M.Si  
NIP. 19550418 197803 1 004

Anggota



Dr. Hj. Yana Ulfah, M.Si., Ak  
NIP. 19641230 198910 2 001

## SURAT PERNYATAAN

Saya, **Jhonni Sinaga**, NIM 1101026174, menyatakan bahwa:

- 1) Tesis saya ini adalah asli dan benar-benar hasil karya sendiri, dan bukan hasil karya orang lain dengan mengatasnamakan saya, serta bukan merupakan hasil penjiplakan (*plagiarism*) dari karya orang lain. Tesis ini belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik baik di Universitas Mulawarman maupun di perguruan tinggi lainnya.
- 2) Dalam tesis ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar kepustakaan.
- 3) Pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya, dan apabila di kemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh karena karya tulis tesis ini, serta sanksi-sanksi lainnya sesuai dengan norma dan peraturan yang berlaku di Universitas Mulawarman.

Samarinda, 28 April 2014  
Yang membuat pernyataan,



Jhonni Sinaga

## KATA PENGANTAR

Dengan segala kerendahan hati, ketulusan jiwa dan roh, penulis menghaturkan puji dan syukur ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa atas berkat dan rahmatNya sehingga penulis senantiasa termotivasi untuk menyelesaikan tesis ini sebagai salah satu persyaratan dari berbagai persyaratan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Magister Manajemen Universitas Mulawarman.

Karya tulis ini diharapkan dapat memberikan kontribusi nyata bagi manajemen perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia dalam mengoptimalkan fungsi manajemen keuangannya dalam upaya untuk merealisasi tujuan utamanya sebagai perusahaan yang *go public* yaitu meningkatkan kemakmuran para pemegang saham. Dan, diharapkan substansi-substansi yang disajikan dalam karya tulis ini dapat memberikan informasi yang cukup bagi manajemen perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* agar semakin hati-hati dalam mengambil keputusan investasi dan memilih sumber dana untuk pembiayaan investasi. Karya tulis ini juga diharapkan dapat menuntun peneliti selanjutnya untuk bersedia melakukan penelitian lanjutan atas penelitian ini sehingga hasil yang diperoleh lebih memberikan gambaran dan arahan yang lebih komprehensif dan bermanfaat dalam meningkatkan kinerja manajemen keuangan perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public*.

Pada kesempatan ini penulis menghaturkan penghargaan dan terimakasih yang sedalam-dalamnya dengan tulus ikhlas kepada:

- 1) Bapak Prof. Dr. H. Zamrudin Hasid, SE, SU, selaku Rektor Universitas Mulawarman.
- 2) Ibu Dr. Hj. Anis Rachma Utary, M. Si., Ak., CA selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Mulawarman dan dosen pembimbing – I penyusunan tesis ini.
- 3) Ibu Prof. Dr. Hj. Syarifah Hudaya, SE, M.Si., selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Mulawarman.
- 4) Bapak Dr. Irwansyah, SE., MM., selaku Sekretaris Program Studi Magister Manajemen Universitas Mulawarman dan dosen pembimbing – II penyusunan tesis ini.
- 5) Seluruh dosen dan tenaga administratif Program Magister Manajemen Universitas Mulawarman.
- 6) Rekan-rekan mahasiswa Magister Manajemen Universitas Mulawarman angkatan ke 27.
- 7) Dra. Rosalia Bintang Murniaty Manurung, istri tercinta, Calvin Jhon JR dan Jessie Jhon JR, putra dan putri tersayang, yang senantiasa memberikan dukungan moril dalam bentuk motivasi bagi penyelesaian tesis ini.
- 8) A.V. Manurung, bapak mertua yang terus menerus melakukan dukungan doa untuk penyelesaian studi ini.

9) Semua pihak yang telah memberikan bantuan moril dan tenaga selama proses belajar penulis pada Program Magister Manajemen Universitas Mulawarman.

Sangat disadari bahwa penulisan karya tulis ini masih memiliki banyak kekurangan dan perlu mendapat penyempurnaan. Untuk hal ini, penulis dengan segala kerendahan hati, ketulusan jiwa dan roh memohon masukan dan saran yang bersifat membangun bagi penyempurnaan karya tulis ini.

Samarinda, 28 April 2014.

Penulis



## ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis profitabilitas dan nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007 – 2011. Topik ini dipilih berdasarkan fenomena di mana perusahaan perkebunan kelapa sawit berlomba-lomba *go public* untuk mendapatkan dana segar bagi akselerasi ekspansi usahanya. Fenomena lain yang tak kalah penting adalah bahwa investor dan calon investor membutuhkan data hasil analisis profitabilitas dan nilai perusahaan untuk dapat memutuskan apakah akan menjual atau membeli saham perusahaan tertentu.

Metode *sampling* penelitian ini adalah *purposive sampling*. Terdapat sebanyak 5 perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007 – 2011 yang memenuhi sebagai sampel. Analisis yang digunakan adalah Persamaan Simultanus dengan *Path Analysis*. Teknik analisis ini dibutuhkan untuk mengetahui pengaruh variabel eksogen terhadap variabel endogen baik secara parsial dan langsung maupun secara parsial dan tidak langsung atau dengan variabel perantara (*intervening*). Pengujian hipotesa penelitian ini dilakukan dengan uji t, uji signifikansi dan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji heteroskedastisitas, uji multikolinieritas dan autokorelasi.

Hasil analisis data menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan, pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan, kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas namun positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas, pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas.

Kata kunci: Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Dividen, Profitabilitas dan Nilai Perusahaan.

## **ABSTRACT**

This study was conducted to analyse the profitability and the company values on the companies engaged in the field of oil palm plantations and were listed on the Indonesia Stock Exchange in the years of 2007 – 2011. This topic is chosen based on the emerging phenomenon reflects that the oil palm plantation companies compete to be listed as public companies to be able to obtain fresh funds to accelerate their business expansions. Another phenomenon that not less important is that investors and prospective investors need the results of the profitability and company value analysis to be able to decide whether to buy or sell the shares of certain companies.

This study sampling method is purposive sampling. There are 5 oil palm plantation companies that have listed on the Indonesia Stock Exchange in the years of 2007 – 2011 that meet the criteria. The analysis used is the Simultaneous Equation with Path Analysis to determine the impacts of the exogenous variables on the endogenous variables partially direct or partially indirect or by the intervening variable. The hypothesis tests are performed by using the T-test, the significance test, and the classical assumption tests such as normality test, heteroscedasticity test, multicollinearity and autocorrelation test.

The results of the data analysis disclose that the capital structure negatively and significantly influences the profitability and the company value, the company growth negatively and significantly influences the profitability and the company value, the dividend policy positively and significantly influences the profitability but positively and not significantly influence the company value, the profitability positively and significantly influences the company value, the capital structure negatively and significantly influences the company value through the profitability, the company growth negatively and not significantly influences the company value through the profitability and the dividend policy positively and significantly influences the company value through the profitability.

**Keywords :** Capital Structure, Company Growth, Dividend Policy, Profitability and Company Value.

## DAFTAR ISI

Halaman Judul .....	i
Halaman Pengesahan .....	ii
Kata Pengantar .....	iv
Abstrak .....	vii
Daftar Isi .....	ix
Daftar Tabel .....	xii
Daftar Gambar .....	xiv
Daftar Lampiran .....	xv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Penelitian .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	13
1.3 Tujuan Penelitian .....	14
1.4 Manfaat Penelitian .....	16
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Penelitian Terdahulu .....	17
2.2 Landasan Teori	
2.2.1 Fungsi dan Tujuan Manajemen Keuangan .....	20
2.2.2 Nilai Perusahaan .....	21
2.2.3 Struktur Modal .....	26
2.2.4 Pertumbuhan Perusahaan .....	33
2.2.5 Analisis Rasio Keuangan .....	35
2.2.6 Kebijakan Deviden .....	43
2.2.7 Profitabilitas .....	45
2.2.8 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas .....	49
2.2.9 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan..	51

2.2.10	Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas .....	54
2.2.11	Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan .....	56
2.2.12	Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Profitabilitas .....	59
2.2.13	Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan .....	63
2.2.14	Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan .....	69
2.3	Kerangka Konseptual Penelitian .....	71
2.4	Hipotesis .....	77

### BAB III METODE PENELITIAN

3.1	Definisi Operasional .....	79
3.2	Jangkauan Penelitian .....	82
3.3	Data Yang Diperlukan .....	82
3.4	Populasi dan Sampel .....	82
3.5	Sumber Data .....	84
3.6	Instrumen Penelitian .....	84
3.7	Teknik Pengumpulan Data .....	84
3.8	Analisis Data .....	85

### BAB IV GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN

### BAB V ANALISIS DAN PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

5.1	Analisis Penelitian .....	116
5.2	Pembahasan Hasil Penelitian .....	145

BAB VI SIMPULAN DAN SARAN

6.1 Simpulan .....	157
6.2 Saran .....	161

Daftar Pustaka

Lampiran

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Luas Areal Perkebunan Kelapa Sawit Indonesia Tahun 2000 - 2009 .....	2
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu .....	17
Tabel 3.1 Tabel Autokorelasi .....	89
Tabel 4.1 Ikhtisar Keuangan PT Astra Agro Lestari International Tbk ....	95
Tabel 4.2 Data PT Astra Agro Lestari International Tbk .....	96
Tabel 4.3 Ikhtisar Keuangan PT PP London Sumatera Indonesia Tbk ....	100
Tabel 4.4 Data PT PP London Sumatera Indonesia Tbk .....	101
Tabel 4.5 Ikhtisar Keuangan PT SMART Tbk .....	106
Tabel 4.6 Data PT SMART Tbk .....	106
Tabel 4.7 Ikhtisar Keuangan PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk .....	110
Tabel 4.8 Data PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk .....	111
Tabel 4.9 Ikhtisar Keuangan Tunas Baru Lampung Tbk .....	114
Tabel 4.10 Data Tunas Baru Lampung Tbk .....	115
Tabel 5.1 Tabel Statistik Deskriptif Variabel Nilai Perusahaan, Profitabilitas, Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan dan Kebijakan Dividen Sampel Perusahaan Perkebunan Kelapa Sawit Yang <i>Go Public</i> Di Bursa Efek Indonesia .....	116
Tabel 5.2 Pengujian Secara Parsial Terhadap Profitabilitas .....	119
Tabel 5.3 Pengujian Secara Parsial Terhadap Nilai Perusahaan .....	126

Tabel 5.4 Hasil <i>Bootstrapping</i> Hubungan Tidak Langsung Struktur Modal dengan Nilai Perusahaan Melalui Profitabilitas .....	134
Tabel 5.5 Hasil <i>Bootstrapping</i> Hubungan Tidak Langsung Pertumbuhan Perusahaan dengan Nilai Perusahaan Melalui Profitabilitas ...	135
Tabel 5.6 Hasil <i>Bootstrapping</i> Hubungan Tidak Langsung Kebijakan Dividen dengan Nilai Perusahaan Melalui Profitabilitas .....	137
Tabel 5.7 Perhitungan Manual Pemaknaan Hasil Analisa Jalur .....	139
Tabel 5.8 Hasil Uji Multikolinearitas Persamaan (1) .....	140
Tabel 5.9 Hasil Uji Multikolinearitas Persamaan (2) .....	141
Tabel 5.10 Hasil Uji Autokorelasi Persamaan (1) .....	144
Tabel 5.11 Hasil Uji Autokorelasi Persamaan (2) .....	144

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Kerangka Konsep Penelitian .....	76
Gambar 5.1	Hubungan Kausal Antara $X_1$ , $X_2$ , $X_3$ Dengan $Y_1$ dan Antara $X_1$ , $X_2$ , $X_3$ dan $Y_1$ Dengan $Y_2$ .....	138
Gambar 5.2	Uji Heteroskedastisitas Pada Persamaan Struktural (1) Dengan Variabel Dependen Profitabilitas .....	142
Gambar 5.3	Uji Heteroskedastisitas Pada Persamaan Struktural (2) Dengan Variabel Dependen Nilai Perusahaan .....	143



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Regresi Substruktur – 1 dan Substruktur – 2 .....	173
Lampiran 2	Bootstrapping Pengaruh $X_1$ Terhadap $Y_2$ Melalui $Y_1$ .....	181
	Bootstrapping Pengaruh $X_2$ Terhadap $Y_2$ Melalui $Y_1$ .....	182
	Bootstrapping Pengaruh $X_3$ Terhadap $Y_2$ Melalui $Y_1$ .....	183
Lampiran 3	Rekapitulasi Data Kelima Perusahaan .....	184

## **BAB - I**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Peningkatan jumlah perusahaan yang bergerak dalam industri perkebunan kelapa sawit akhir-akhir ini tanpa disadari telah menciptakan suatu tingkat persaingan yang semakin ketat antar perusahaan perkebunan kelapa sawit. Iklim persaingan yang semakin ketat dalam industri perkebunan kelapa sawit membuat setiap perusahaan perkebunan kelapa sawit semakin berupaya meningkatkan kinerjanya untuk dapat merealisasi tujuannya.

Selain peningkatan jumlah perusahaan perkebunan kelapa sawit, masing-masing perkebunan kelapa sawit yang sudah ada juga berusaha meningkatkan atau menambah luas arealnya (Ha) untuk mencapai skala ekonomi usaha perkebunan kelapa sawit yang lebih menguntungkan. Berdasarkan data Statistik Perkebunan Kelapa Sawit Indonesia Tahun 2000 – 2009 terbitan DIRJENBUN telah terjadi pertambahan luas areal (Ha) perkebunan kelapa sawit di Indonesia yang sangat signifikan per tahun 2009, yaitu sebesar 3.163.820 Ha atau 76,09% dibanding luas areal pada tahun 2000 yang hanya berjumlah 4.158.077 Ha bertumbuh menjadi 7.321.897 Ha.

Untuk mengetahui data pertumbuhan luas areal (Ha) perkebunan kelapa sawit di Indonesia dengan lebih jelas per tahun dari tahun 2000 - 2009, maka disajikan Tabel Luas Areal Perkebunan Kelapa Sawit

Indonesia Tahun 2000 - 2009 sebagai berikut;

**Tabel 1.1 Luas Areal Perkebunan Kelapa Sawit Indonesia Tahun 2000 - 2009**

Tahun	Luas Areal (Ha)			Jumlah
	Perkebunan Rakyat	Perkebunan Negara	Perkebunan Swasta	
2000	1,166,758	588,125	2,403,194	4,158,077
2001	1,561,031	609,947	2,542,457	4,713,435
2002	1,808,424	631,566	2,627,068	5,067,058
2003	1,854,394	662,803	2,766,360	5,283,557
2004	2,220,338	605,865	2,458,520	5,284,723
2005	2,356,895	529,854	2,567,068	5,453,817
2006	2,549,572	687,428	3,357,914	6,594,914
2007	2,752,172	606,248	3,408,416	6,766,836
2008	2,903,332	607,419	3,497,125	7,007,876
2009	3,204,022	617,169	3,500,706	7,321,897

Sumber: Disadur dari Statistik Perkebunan Indonesia Tahun 2009 (DIRJENBUN).

Pertumbuhan luas areal ini merupakan satu indikator akan semakin besarnya jumlah dana atau pembiayaan yang dibutuhkan untuk pembangunan perkebunan kelapa sawit per perusahaan sebagai dampak dari pertumbuhan luas areal per perusahaan selain pertumbuhan jumlah perusahaan perkebunan kelapa sawit. Pertumbuhan luas areal perkebunan kelapa sawit per perusahaan mendorong setiap perusahaan perkebunan kelapa sawit mencari sumber-sumber pembiayaan yang paling ekonomis dan memungkinkan dalam percepatan realisasi pembangunan kebun kelapa sawitnya baik secara internal maupun eksternal dengan memperhatikan arus kas keluarnya atau *cash outflow*-nya selama masa pembangunan (*during construction*).

Penomena yang terjadi menunjukkan bahwa semakin banyak

perusahaan perkebunan kelapa sawit yang menggunakan sumber pembiayaan internal dengan *go public*, yaitu mendapatkan dana untuk pembangunan kebun kelapa sawitnya dari masyarakat dengan memperjualbelikan sahamnya di Bursa Efek Indonesia. Pilihan ini ditempuh mengingat masa pembangunan perkebunan kelapa sawit hingga dapat menghasilkan (*investment period*) adalah 3 tahun atau dapat dinyatakan bahwa selama 3 tahun masa pembangunan tidak ada arus kas masuk atau *cash inflow* dari operasional perusahaan.

Peneliti sebagai seorang praktisi perkebunan kelapa sawit yang bertanggungjawab atas departemen *internal audit* termotivasi untuk meneliti fenomena ini dari perspektif keuangan dengan batasan pada pengaruh struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan kebijakan dividen terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan. Pemilihan topik penelitian ini juga didukung oleh fenomena lain yang berkembang saat ini yang menyatakan bahwa para investor dan calon investor saham perusahaan-perusahaan *go public* di Bursa Efek Indonesia menjadikan kondisi struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan kebijakan dividen perusahaan-perusahaan *go public* di Bursa Efek Indonesia sebagai suatu sinyal atau indikator mengenai profitabilitas dan nilai perusahaan.

Para investor dan calon investor saham-saham perusahaan *go public* di Bursa Efek Indonesia juga akan menggunakan analisa pengaruh ketiga variabel tersebut terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan sebagai sebagian dari keseluruhan informasi yang digunakan dalam

pengambilan keputusan, apakah akan membeli atau menjual saham-saham perusahaan-perusahaan *go public* di Bursa Efek Indonesia. Salvator (2011: 9) menyatakan bahwa tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan memiliki peran sangat penting karena mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan.

Hartono (2013: 121) menyatakan bahwa:

Dalam membuat keputusan investasi di pasar modal, investor memerlukan informasi tentang penilaian saham. Penilaian saham dapat dilakukan dengan tiga pendekatan, yaitu; nilai buku (*book value*), nilai pasar (*market value*) dan nilai intrinsik (*intrinsic value*). Nilai buku merupakan nilai saham menurut pembukuan emiten. Nilai pasar merupakan nilai saham di pasar saham dan nilai intrinsik merupakan nilai sebenarnya dari saham. Pemahaman atas ketiga konsep ini adalah perlu dan berguna karena dapat dipergunakan untuk mengetahui saham-saham mana yang bertumbuh (*growth*) dan yang murah (*undervalued*).

Salah satu pendekatan dalam menentukan nilai intrinsik saham adalah *price book value* (PBV). PBV atau rasio harga per nilai buku merupakan hubungan antara harga pasar saham dengan nilai buku per lembar saham.

Nilai perusahaan merupakan nilai pasar dari suatu ekuitas perusahaan ditambah nilai pasar hutang perusahaan. Penambahan jumlah ekuitas perusahaan dengan hutang perusahaan dapat mencerminkan nilai perusahaan. Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu, terdapat beberapa faktor yang dapat mempengaruhi nilai

perusahaan, antara lain: keputusan pendanaan, kebijakan dividen, keputusan investasi, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan. Beberapa faktor tersebut memiliki hubungan dan pengaruh yang tidak konsisten terhadap nilai perusahaan.

Dunia usaha sangat tergantung pada masalah pendanaan. Ada pendapat yang menyatakan bahwa untuk merangsang pertumbuhan ekonomi maka sektor riil harus digerakkan meskipun akan banyak hambatan yang dialami oleh perusahaan. Dunia usaha akan mengalami kemunduran yang disebabkan oleh banyaknya lembaga-lembaga keuangan yang mengalami kesulitan keuangan dari adanya kemacetan kredit pada dunia usaha yang pemberiannya dilakukan tanpa memperhitungkan batas maksimum pemberian kredit dan kelayakan kredit di masa lalu.

Dalam mengantisipasi kondisi sejenis maka manajer keuangan perusahaan harus berhati-hati dalam menetapkan struktur modal perusahaan. Dengan perencanaan struktur modal yang matang diharapkan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dan lebih unggul dalam menghadapi persaingan usaha. Dalam jangka panjang perusahaan bertujuan mengoptimalkan nilai perusahaan dengan meminimumkan biaya modal perusahaan. Nilai perusahaan yang semakin tinggi menggambarkan pemilik perusahaan yang semakin sejahtera.

Kebijakan hutang dapat digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan, namun kebijakan hutang juga tergantung

pada pertumbuhan perusahaan yang juga terkait dengan ukuran perusahaan. Hal ini berarti perusahaan yang besar dan memiliki tingkat pertumbuhan perusahaan yang baik relatif lebih mudah untuk mengakses pasar modal. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang baik menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar bunga hutang jika menggunakan hutang untuk menjalankan operasionalnya. Oleh sebab itu, mengaitkan struktur modal dengan pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden, dan nilai perusahaan menjadi relevan.

Titman *et al* (2011: 49) mengartikan bahwa struktur keuangan (*financial leverage*) merupakan:

Cara bagaimana aktiva - aktiva perusahaan dibelanjai atau dibiayai. Hal ini seluruhnya merupakan bagian kanan neraca, sedangkan struktur modal (*capital structure*) merupakan pembiayaan pembelanjaan permanen perusahaan terutama yang berupa hutang jangka panjang, saham preferen/prioritas dan modal saham biasa namun tidak termasuk kredit jangka pendek. Jadi, struktur modal dalam suatu perusahaan adalah hanya sebahagian dari struktur keuangannya.

Prinsip manajemen perusahaan menuntut agar baik dalam memperoleh maupun menggunakan dana harus didasarkan pada efisiensi dan efektifitas. Efisiensi penggunaan dana berarti bahwa berapapun dana yang ditanamkan dalam aktiva harus dapat digunakan seefisien mungkin untuk menghasilkan tingkat keuntungan investasi yang maksimal.

Fungsi penggunaan dana meliputi perencanaan dan pengendalian penggunaan dana dalam aktiva lancar maupun tetap. Dana yang tertanam dalam masing-masing unsur aktiva tersebut di satu pihak tidak dapat terlalu kecil jumlahnya sehingga mengganggu likwiditas dan kelanjutan

usaha dan di lain pihak tidak dapat terlalu besar jumlahnya sehingga menimbulkan dana menganggur. Efisiensi penggunaan dana secara langsung dan tidak langsung akan menentukan besar kecilnya tingkat keuntungan yang dihasilkan dari investasi.

Menurut *trade-off theory* manajer dapat memilih rasio hutang untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Fama (1978) berpendapat bahwa nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar saham. Jensen (2001) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua sumber keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen.

*Trade-off theory* memprediksi hubungan positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan dengan asumsi keuntungan pajak masih lebih besar dari biaya tekanan *financial* dan biaya keagenan. Teori *trade-off* juga memprediksi hubungan positif antara struktur modal dengan tingkat profitabilitas atau kinerja keuangan perusahaan. Pengurangan bunga hutang pada perhitungan penghasilan kena pajak akan memperkecil proporsi beban pajak, sehingga proporsi laba bersih (*net income*) setelah pajak menjadi semakin besar, atau tingkat profitabilitas semakin tinggi.

Teori struktur modal menjelaskan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Sugihen (2003) menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat diartikan sebagai ekspektasi nilai investasi pemegang saham (harga pasar ekuitas) dan atau ekspektasi nilai total perusahaan,



harga pasar ekuitas ditambah dengan nilai pasar hutang, atau ekspektasi harga pasar aktiva.

Penelitian-penelitian yang berhubungan dengan struktur modal diantaranya adalah Christianti (2006) menemukan bahwa adanya perbedaan kepentingan *outsider* dengan *insider* menyebabkan terjadinya *agency cost* dimana manajer cenderung menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan tetapi untuk kepentingan *opportunistic*. Sugihen (2003) menemukan bukti bahwa struktur modal berpengaruh tidak langsung dan negatif terhadap nilai perusahaan. Para pelaku pasar yakin bahwa apabila pengaruh eksternal ini kembali normal, maka perusahaan kembali membaik dan nilai pasar ekuitas ditentukan oleh permintaan dan penawaran.

Machfoedz (1996: 108) dalam Safrida (2008) menyatakan bahwa:

Pertumbuhan (*growth*) adalah seberapa jauh perusahaan menempatkan diri dalam sistem ekonomi secara keseluruhan atau sistem ekonomi untuk satu industri yang sama. Perusahaan yang tumbuh dengan cepat memperoleh hasil positif dalam pengertian pemantapan posisi pada peta persaingan, menikmati penjualan yang meningkat secara signifikan dan diiringi oleh peningkatan pangsa pasar. Perusahaan yang tumbuh cepat juga menikmati keuntungan dari citra positif yang diperoleh, akan tetapi perusahaan harus ekstra hati-hati, karena kesuksesan yang diperoleh menyebabkan perusahaan menjadi rentan terhadap adanya isu negatif.

Beberapa hal yang perlu mendapat perhatian penting karena dapat merupakan sumber berita negatif yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan, mengembangkan, dan membangun

kecocokan kualitas dan pelayanan dengan harapan konsumen. Sementara Susanto (1997: 185 – 187) dalam Safrida (2008) menyatakan bahwa pertumbuhan yang cepat juga memaksa sumberdaya manusia yang dimiliki untuk secara optimal memberikan kontribusinya. Agar pertumbuhan cepat tidak memiliki arti pertumbuhan biaya yang kurang terkendali maka dalam mengelola pertumbuhan, perusahaan harus memiliki pengendalian operasi dengan penekanan pada pengendalian biaya.

Taswan (2003) menyatakan bahwa *growth* sebagai pertumbuhan total aset dimana total aset masa lalu akan menggambarkan profitabilitas yang akan datang dan pertumbuhan yang akan datang. Putrakisnanda (2009) menyatakan bahwa pertumbuhan aset menggambarkan pertumbuhan aktiva perusahaan yang akan mempengaruhi profitabilitas perusahaan yang menyakini bahwa persentase perubahan total aktiva merupakan indikator yang lebih baik dalam mengukur *growth* perusahaan.

Kebijakan dividen dalam suatu perusahaan merupakan hal yang kompleks karena melibatkan kepentingan banyak pihak yang terkait. Tujuan investasi pemegang saham adalah untuk meningkatkan kesejahteraanya dengan memperoleh *return* dari dana yang di investasikan. Sementara bagi pihak manajemen perusahaan lebih berorientasi pada peningkatan nilai perusahaan. Kreditur membutuhkan informasi mengenai kebijakan dividen ini untuk menilai dan menganalisa kemungkinan *return* yang akan diperoleh jika

memberikan pinjaman kepada suatu perusahaan.

Kebijakan dividen pada dasarnya adalah penentuan besarnya porsi keuntungan yang akan diberikan kepada pemegang saham. Kebijakan keputusan pembayaran dividen merupakan hal yang penting menyangkut apakah arus kas akan dibayarkan kepada investor atau akan ditahan untuk diinvestasikan kembali oleh perusahaan. Besarnya dividen yang dibagikan tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan. Proporsi *Net Income After Tax* yang dibagikan sebagai dividen biasanya dipresentasikan dalam *Dividend Pay Out Ratio (DPR)*. DPR inilah yang menentukan besarnya dividen per lembar saham (*Dividend Per Share*). Jika dividen yang dibagikan besar maka hal tersebut akan meningkatkan harga saham yang juga berakibat pada peningkatan nilai perusahaan.

Kebijakan dividen sering dianggap sebagai *signal* bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan dividen dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan oleh sebab itu kebijakan dividen dapat dihubungkan dengan nilai perusahaan. Brigham dan Houston (2011: 211) menyatakan bahwa kebijakan dividen yang optimal (*optimal dividend policy*) adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham perusahaan.

Total pengembalian (*return*) kepada pemegang saham selama

waktu tertentu terdiri dari peningkatan harga saham ditambah dividen yang diterima. Jika perusahaan menetapkan dividen yang lebih tinggi dari tahun sebelumnya, maka *return* yang diperoleh investor akan semakin tinggi.

Penilaian kinerja keuangan perusahaan sebagai akibat dari proses pengambilan keputusan manajemen merupakan persoalan yang kompleks karena menyangkut efektivitas pemanfaatan modal dan efisiensi dari kegiatan perusahaan yang menyangkut nilai serta keamanan dari berbagai tuntutan yang timbul terhadap perusahaan. Perusahaan perlu melakukan analisis laporan keuangan, karena laporan keuangan merupakan salah satu alat yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan.

Laporan keuangan sebagai sumber informasi akan lebih bermanfaat jika dilihat secara komprehensif misalnya dengan membandingkan suatu periode dengan periode yang lain. Salah satu cara pengukuran kinerja perusahaan dapat dilihat dari tingkat profitabilitasnya. Profitabilitas adalah rasio dari efektifitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang dihasilkan dari penjualan dan investasi. Rasio profitabilitas terdiri atas *profit margin*, *basic earning power*, *return on assets*, dan *return on equity*.

*Return on equity* (ROE) merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih untuk pengembalian ekuitas pemegang saham. ROE merupakan rasio

keuangan yang digunakan untuk mengukur profitabilitas dari ekuitas. Semakin besar hasil ROE maka kinerja perusahaan semakin baik.

Rasio yang meningkat menunjukkan bahwa kinerja manajemen meningkat dalam mengelola sumber dana pembiayaan operasional secara efektif untuk menghasilkan laba bersih (profitabilitas meningkat). Jadi dapat dikatakan bahwa selain memperhatikan efektivitas manajemen dalam mengelola investasi yang dimiliki perusahaan, investor juga memperhatikan kinerja manajemen yang mampu mengelola sumber dana pembiayaan secara efektif untuk menciptakan laba bersih.

ROE juga menunjukkan keuntungan yang akan dinikmati oleh pemilik saham. Adanya pertumbuhan ROE menunjukkan prospek perusahaan yang semakin baik yang berarti adanya potensi peningkatan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Hal ini ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif dari perusahaan sehingga akan meningkatkan kepercayaan investor serta akan mempermudah manajemen perusahaan untuk menarik modal dalam bentuk saham.

Apabila terdapat kenaikan permintaan saham suatu perusahaan, maka secara tidak langsung akan menaikkan harga saham tersebut di pasar modal. Penelitian yang dilakukan oleh Wirawati (2008) menunjukkan bahwa variabel ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap PBV.

## 1.2 Rumusan Masalah

Uraian latar belakang tersebut menuntun peneliti dapat mengidentifikasi permasalahan-permasalahan dalam penelitian ini sebagai berikut:

- 1) Apakah struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia?
- 2) Apakah struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia?
- 3) Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia?
- 4) Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia?
- 5) Apakah kebijakan dividen perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia?
- 6) Apakah kebijakan dividen perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia?
- 7) Apakah profitabilitas perusahaan berpengaruh positif dan signifikan

terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia?

- 8) Apakah struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia?
- 9) Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia?
- 10) Apakah kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Berdasarkan rumusan masalah tersebut maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Menganalisis pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia.
- 2) Menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia.
- 3) Menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di

Bursa Efek Indonesia.

- 4) Menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia.
- 5) Menganalisis pengaruh kebijakan dividen perusahaan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia.
- 6) Menganalisis pengaruh kebijakan dividen perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia.
- 7) Menganalisis pengaruh profitabilitas perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia.
- 8) Menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia.
- 9) Menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia.
- 10) Menganalisis pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia.



#### 1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Para manajer keuangan perusahaan perkebunan kelapa sawit yang telah *go public* mendapat gambaran dan pemahaman yang lebih mendalam mengenai pengaruh struktur modal, pertumbuhan perusahaan, dan kebijakan dividen terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan (studi kasus pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007 - 2011), dan digunakan sebagai referensi dalam pengambilan keputusan dalam bidang keuangan terutama dalam rangka memaksimalkan nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan dengan memperhatikan faktor-faktor yang diteliti dalam penelitian ini.
- 2) Hasil penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi referensi bagi penelitian - penelitian serupa di masa yang akan datang.

**BAB - II**  
**TINJAUAN PUSTAKA**

**2.1 Penelitian Terdahulu**

Beberapa penelitian terdahulu yang berhubungan dengan topik penelitian ini dapat disajikan pada tabel sebagai berikut:

**Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu**

No	Peneliti	Judul objek Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Analisis	Hasil Penelitian
1.	Safrida (2008)	Pengaruh Struktur Modal Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Di BEJ.	Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan, dan Nilai Perusahaan.	Metode Regresi Berganda.	Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Dan, struktur modal dan pertumbuhan perusahaan secara bersama-sama berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
2.	Kusumajaya (2011)	Pengaruh Struktur Modal Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI.	Nilai Perusahaan, Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan, Dan Profitabilitas.	Metode Persamaan Simultanus Dengan Teknik Estimasi <i>Path Analysis</i> .	Struktur modal mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap profitabilitas. Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas. Struktur modal mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

No	Peneliti	Judul objek Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Analisis	Hasil Penelitian
3.	Hapsari (2007)	Analisa Rasio Keuangan Untuk Memprediksi Pertumbuhan Laba.	WCTA, CLI, OITL, TAT, NPM dan GPM.	Metode Regresi Linear Berganda.	TAT, NPM, dan GPM berpengaruh positif signifikan terhadap pertumbuhan laba. Sementara WCTA, CLI dan OITL terbukti tidak signifikan mempengaruhi pertumbuhan laba.
4.	Carningsih (2006)	Pengaruh <i>Good Corporate Governance</i> Terhadap Hubungan Antara Kinerja Keuangan Dengan Nilai Perusahaan <i>Property</i> dan <i>Real Estate</i> di BEI.	ROA, ROE, dan Nilai Perusahaan.	Metode Regresi Linear Berganda.	ROA berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin rendah ROA semakin tinggi nilai perusahaan. Dan ROE tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
5.	Christianti (2006).	Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta: Hipotesis Static Trade Off Atau Pecking Order Theory.	<i>Asset Tangibility, Size, Growth, Earning Volatility, Flexibility, Current Debt</i> dan <i>Leverage</i> .	Metode <i>Path Analysis</i> Dengan Menggunakan AMOS.	<i>Assets tangibility, growth, profitability</i> mempunyai pengaruh terhadap <i>leverage</i> perusahaan. <i>Earning volatility</i> mempunyai pengaruh terhadap <i>leverage</i> perusahaan. Perbedaan kepentingan antara <i>outsider</i> dengan <i>insider</i> menyebabkan terjadinya <i>agency cost equity</i> dimana manajer cenderung menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan tetapi untuk kepentingan opportunistik.

No	Peneliti	Judul Objek Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Analisis	Hasil Peneitian
6.	Sari (2005)	Faktor Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Investasi Sebagai Variabel <i>Moderating</i> .	Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan, Rasio Likwiditas, Rasio Leverage dan Profitabilitas, Investasi dan Nilai Perusahaan.	Metode Regresi Linear Berganda.	Kepemilikan Manajerial Memiliki Pengaruh Terhadap Nilai Perusahaan. Tambahan Investasi Pada Perusahaan Besar Tidak Meningkatkan Nilai Perusahaan Secara Signifikan. Tambahan Investasi Memiliki Pengaruh Signifikan Pada Rasio Leverage Untuk Meningkatkan Nilai Perusahaan.
7.	Sinaga (2013)	Analisa Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Perkebunan Kelapa Sawit Yang Go <i>Public</i> Di Bursa Efek Indonesia.	Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Dividen, Profitabilitas dan Nilai Perusahaan.	Metode Persamaan Simultanus Dengan Teknik Estimasi <i>Path Analysis</i> .	Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan, pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan, kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas namun positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas, pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas.

## 2.2 Landasan Teori

### 2.2.1 Fungsi dan Tujuan Manajemen Keuangan

Titman *et al* (2011: 4) menyatakan bahwa:

Manajemen keuangan adalah perilaku tentang bagaimana orang dan perusahaan mengevaluasi investasinya dan meningkatkan modal untuk membiayainya. Setiap pihak yang berhubungan dengan manajemen perlu mempelajari topik-topik seperti perencanaan strategis, personalia, perilaku organisasi dan hubungan manusiawi yang keseluruhannya mencakup penggunaan uang saat ini dengan harapan dapat menghasilkan uang dalam jumlah yang lebih besar di masa yang akan datang.

Dalam manajemen terdapat 3 pertanyaan yang menjadi dasar perilaku dalam pengambilan keputusan seperti; (1) Investasi jangka panjang yang mana yang harus dijalankan (penganggaran modal), (2) Bagaimana perusahaan akan memperoleh dana untuk membiayainya (struktur modal) dan (3) Bagaimana perusahaan mengelola arus kasnya dalam menjalankan operasinya hari lepas hari (manajemen modal kerja).

Banyak keputusan yang harus diambil oleh manajer keuangan dan terdapat berbagai kegiatan yang harus dijalankan oleh manajer keuangan. Namun, secara umum kegiatan-kegiatan tersebut dapat dikelompokkan ke dalam dua kegiatan utama, yaitu; kegiatan penggunaan dana (*allocation of fund*) dan kegiatan mencari pendanaan (*raising of funds*). Dan, kedua kegiatan utama ini disebut sebagai fungsi keuangan.

Dana perusahaan dapat diperoleh dari berbagai sumber, yaitu; mereka yang memiliki perusahaan (lewat kepemilikan saham), mereka yang meminjamkan dananya kepada perusahaan (kreditur) dan dari hasil

operasi perusahaan (penyusutan dan laba yang tidak dibagikan atau *retained earning*). Dana yang diperoleh perusahaan dari mereka yang memiliki perusahaan dan yang meminjakan dananya kepada perusahaan disebut sebagai dana yang berasal dari luar perusahaan (*external financing*) dan dana yang diperoleh perusahaan dari penyusutan dan laba yang tidak dibagikan disebut sebagai dana yang berasal dari dalam perusahaan (*internal financing*). Selanjutnya, dana yang diperoleh perusahaan dari berbagai sumber akan dialokasikan untuk berbagai penggunaan.

Brigham dan Houston (2012: 24) menyatakan bahwa:

Tugas utama seorang manajer keuangan adalah (1) memastikan sistem akuntansi memberikan angka yang baik bagi keputusan internal dan investor, (2) memastikan bahwa perusahaan telah didanai dengan cara yang baik, (3) mengevaluasi unit-unit operasi untuk memastikan bahwa mereka telah bekerja secara optimal, (4) mengevaluasi seluruh usulan pengeluaran modal untuk memastikan usulan tersebut akan meningkatkan nilai perusahaan.

Titman *et al* (2011: 9) menjelaskan bahwa dalam menjalankan fungsinya manajer keuangan harus menyadari bahwa mereka bekerja bagi pemilik saham yang merupakan pemilik perusahaan dan semua keputusan yang mereka ambil secara langsung mempengaruhi kemakmuran pemegang sahamnya.

### **2.2.2 Nilai Perusahaan**

Fama (1978) menyatakan bahwa secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai

perusahaan, yang tercermin dari harga pasar sahamnya. Meningkatkan nilai perusahaan berarti memaksimalkan kekayaan atau kesejahteraan para pemegang saham. Jensen (2001) menyatakan bahwa tujuan perusahaan itu 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 yang berdampak terhadap nilai.

Pengelolaan keuangan perusahaan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiga keputusan itu akan memaksimalkan nilai perusahaan, dengan demikian keputusan-keputusan tersebut adalah saling berkaitan satu dengan lainnya.

Teori organisasi dan korporasi moderen dari Marshal (1920) dalam Mai (2010) telah banyak diterapkan dalam perusahaan-perusahaan besar dan moderen hingga saat ini. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management* – CEO sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan.

Perkembangan selanjutnya, teori keagenan (*agency theory*) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Hal ini disebabkan dengan adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor. Titman *et al* (2011: 10) menyatakan bahwa manajer yang memiliki sedikit atau tidak memiliki saham pada perusahaan akan kurang bergairah atau termotivasi untuk bekerja bagi kepentingan pemilik saham namun akan bertindak untuk kepentingan pribadi dan keuntungan keuangan lainnya yang bersifat pribadi.

Perilaku oportunistik manajerial dalam kaitannya dengan pencapaian nilai perusahaan, dapat digambarkan melalui fungsi-fungsi pengelolaan keuangan perusahaan, yaitu fungsi investasi, pendanaan, dan fungsi dalam menjalankan kebijakan dividen. Manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi melebihi ukuran optimal, meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif.

Kondisi *over investment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan oleh perusahaan dalam bentuk *free cash flow*. Masalah *free cash flow* merujuk pada aktivitas manajer yang lebih menyukai melakukan investasi (meskipun dengan NPV negatif) dari pada



membaginya dalam bentuk dividen. Para manajer perusahaan tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Brigham dan Houston (2011: 186) menyatakan bahwa Manajer dari perusahaan publik cenderung melakukan diversifikasi perusahaan walaupun hal itu tidak meningkatkan nilai perusahaan.

Mai (2010) menyatakan bahwa:

*Managerial opportunism hypothesis* menjelaskan bahwa para manajer mempunyai kecenderungan untuk menahan *cash*, memberi kesempatan bagi mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakannya membangun kerajaan, dan menginvestasikannya dalam proyek-proyek yang menghasilkan pendapatan yang mungkin meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham.

Di samping itu manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan mengakibatkan beban bunga pinjaman dan risiko kebangkrutan perusahaan meningkat, karena *agency cost of debt* semakin tinggi. Meningkatnya biaya keagenan tersebut pada akhirnya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan. Dengan demikian perilaku oportunistik manajerial tidak menciptakan atau meningkatkan nilai perusahaan, tetapi sebaliknya akan merusak atau menurunkan nilai perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston (2011: 187) teori keagenan menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan

beberapa mekanisme kontrol. Salah satu cara adalah dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, yang akan mengakibatkan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai.

Pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* karena konflik antara manajemen dengan pemegang saham akan berkurang. Pembayaran dividen menunjukkan bahwa manajemen mengelola perusahaan dengan baik dan dapat menjadi sinyal yang positif bagi para pemegang saham untuk reinvestasi dalam perusahaan. Easterbrook (1984) menjelaskan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru dari pihak eksternal, sehingga mengurangi biaya keagenan.

Pembayaran dividen dipahami dapat mengurangi permasalahan keagenan, namun penelitian yang membahas hubungan langsung antara dividen dan nilai perusahaan sampai saat ini hasilnya masih ambigu. Miller dan Modigliani (1961) dalam Brigham dan Houston (2011: 211) mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, perilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen adalah tidak relevan. Bagaimanapun, dalam praktek-praktek di pasar secara nyata, ditemukan bahwa kebijakan

dividen nampaknya menjadi permasalahan, dan melonggarkan satu atau lebih asumsi-asumsi pasar modal yang sempurna adalah sebagai suatu dasar telah terbentuknya teori-teori yang menjadi tandingan dari teori kebijakan dividen.

### **2.2.3 Struktur Modal**

Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan, jika keputusan investasi dan kebijakan dividen dipegang konstan. Dengan kata lain, jika perusahaan menggantikan sebagian modal sendiri dengan hutang atau sebaliknya apakah harga saham akan berubah, apabila perusahaan tidak merubah keputusan-keputusan keuangan lainnya. Seandainya perubahan struktur modal tidak merubah nilai perusahaan berarti tidak ada struktur modal yang terbaik. Husnan dan Pujiastuti (2012: 263) menyatakan bahwa jika dengan merubah struktur modal ternyata nilai perusahaan berubah, maka akan diperoleh struktur modal yang terbaik. Struktur modal yang akan memaksimumkan nilai perusahaan adalah struktur modal yang terbaik.

Teori struktur modal adalah teori yang menjelaskan bahwa kebijakan pendanaan perusahaan dalam menentukan bauran antara hutang dan ekuitas bertujuan untuk memaksimumkan nilai perusahaan. Setiap keputusan pendanaan mengharuskan manajer keuangan untuk dapat mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber-sumber dana

yang akan dipilih.

Sumber pendanaan di dalam perusahaan dibagi dalam dua kategori, yaitu sumber pendanaan internal dan sumber pendanaan eksternal. Sumber pendanaan internal dapat diperoleh dari laba ditahan dan depresiasi aktiva tetap sedangkan sumber pendanaan eksternal dapat diperoleh dari para kreditur yang disebut dengan hutang.

Brigham dan Houston (2011: 179) menyatakan bahwa:

Teori struktur modal modern dimulai pada tahun 1958, ketika Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller menerbitkan apa yang disebut sebagai salah satu artikel keuangan paling berpengaruh yang pernah ditulis. Teori ini membuktikan, dengan sekumpulan asumsi yang sangat membatasi, bahwa nilai sebuah perusahaan tidak terpengaruh oleh struktur modalnya. Atau dengan kata lain, hasil yang diperoleh teori ini menunjukkan bagaimana cara sebuah perusahaan akan mendanai operasinya tidak akan berarti apa-apa, sehingga struktur modal adalah suatu hal yang tidak relevan. Akan tetapi, studi teori ini didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis, termasuk hal-hal berikut: 1) Tidak ada biaya pialang, 2) Tidak ada pajak, 3) Tidak ada biaya kebangkrutan, 4) Investor dapat meminjam pada tingkat yang sama dengan perusahaan, 5) Semua investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang-peluang investasi perusahaan dimasa depan, 6) EBIT tidak terpengaruh oleh penggunaan hutang.

Meskipun beberapa asumsi di atas jelas-jelas merupakan suatu hal yang tidak realistis, hasil ketidak-relevanan teori ini memiliki arti yang sangat penting. Dengan menunjukkan kondisi-kondisi di mana struktur modal tersebut tidak relevan, teori ini juga telah memberikan petunjuk mengenai hal-hal apa yang dibutuhkan agar dapat membuat struktur modal menjadi relevan yang selanjutnya akan mempengaruhi nilai

perusahaan.

Hasil karya teori ini menandai awal penelitian struktur modal moderen, dengan penelitian selanjutnya berfokus pada melonggarkan asumsi-asumsi teori ini guna mengembangkan sutau teori struktur modal yang lebih realistis.

#### 1) Pengaruh Perpajakan

Modigliani-Miller menerbitkan makalah lanjutan pada tahun 1963 di mana di dalamnya mereka melonggarkan asumsi tidak adanya pajak perusahaan. Peraturan perpajakan memperbolehkan perusahaan untuk mengurangi pembayaran bunga sebagai suatu beban, akan tetapi pembayaran dividen kepada pemegang saham tidak dapat menjadi pengurangan pajak. Perbedaan perlakuan ini mendorong perusahaan menggunakan hutang dalam struktur modalnya. Tentu Modigliani-Miller mendemonstrasikan bahwa jika seluruh asumsi mereka lainnya tetap berlaku, perlakuan yang berbeda ini akan mengarah pada terjadinya suatu situasi dimana perusahaan didanai 100 persen oleh hutang.

#### 2) Pengaruh Potensi Terjadinya Kebangkrutan.

Hasil irelevansi Modigliani-Miller juga tergantung pada asumsi bahwa perusahaan tidak akan bangkrut, sehingga tidak akan ada biaya kebangkrutan. Namun, kebangkrutan pada praktiknya terjadi dan dalam hal ini sangat mahal biayanya. Perusahaan yang bangkrut akan memiliki beban akuntansi dan hukum yang sangat tinggi, dan juga

mengalami kesulitan untuk mempertahankan pelanggan, pemasok dan karyawannya. Masalah-masalah yang berhubungan dengan kebangkrutan kemungkinan besar akan timbul ketika sebuah perusahaan memasukkan lebih banyak hutang dalam struktur modalnya. Karena itu, biaya kebangkrutan menahan perusahaan mendorong penggunaan hutangnya hingga ke tingkat yang berlebihan.

### 3) Teori Pertukaran.

Fakta bahwa bunga adalah beban pengurangan pajak menjadikan hutang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen. Akibatnya, secara tidak langsung pemerintah akan membayarkan sebagian biaya dari modal hutang, atau dengan cara lain, hutang memberikan manfaat perlindungan pajak. Semakin banyak perusahaan menggunakan hutang, maka semakin tinggi nilai dan harga sahamnya, menurut asumsi tulisan Modigliani-Miller dengan pajak, harga saham sebuah perusahaan akan mencapai nilai maksimal jika perusahaan sepenuhnya menggunakan hutang 100 persen. Dalam dunia nyata, perusahaan jarang menggunakan hutang 100 persen. Alasan utama perusahaan membatasi penggunaan hutang adalah untuk menjaga biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan tetap rendah.

### 4) Teori Persinyalan.

Modigliani-Miller berasumsi bahwa investor memiliki informasi yang

sama tentang prospek sebuah perusahaan seperti para manajernya, hal ini disebut informasi simetris (*symmetric information*). Namun kenyataannya, para manajer seringkali memiliki informasi yang lebih daripada pihak luar. Hal ini disebut informasi asimetris (*asymmetric information*), dan memiliki pengaruh yang penting pada struktur modal yang optimal.

5) Menggunakan Pendanaan Hutang untuk Membatasi Manajer.

Perusahaan dapat mengurangi arus kas yang berlebihan dengan beragam cara. Salah satunya adalah dengan menyalurkan kembali kepada pemegang saham melalui deviden yang lebih tinggi atau pembelian kembali saham. Alternatif yang lain adalah untuk mengubah struktur modal ke arah hutang dengan harapan adanya persyaratan penutupan hutang yang lebih tinggi akan memaksa manajer untuk lebih disiplin. Jika hutang tidak tertutupi seperti yang diharuskan, perusahaan akan terpaksa dinyatakan bangkrut. Pembelian melalui hutang (*leverage buyout - LBO*) adalah satu cara untuk mengurangi kelebihan arus kas. Dalam suatu LBO hutang digunakan untuk mendanai pembelian saham sebuah perusahaan, dimana selanjutnya akan dimiliki secara pribadi.

Pada dasarnya, keputusan pendanaan (*financing*) perusahaan berkaitan dengan penentuan sumber-sumber dana yang digunakan untuk membiayai usulan- usulan investasi yang telah diputuskan sebelumnya. Pemenuhan kebutuhan dana tersebut dapat disediakan atau diperoleh

dari sumber internal maupun eksternal perusahaan. Apabila perusahaan memenuhi kebutuhan-kebutuhan dananya dari sumber internal, maka perusahaan tersebut melakukan pendanaan internal (*internal financing*) yaitu dalam bentuk laba ditahan. Sebaliknya, jika perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dari sumber eksternal, maka perusahaan tersebut melakukan pendanaan eksternal (*external financing*).

Pemenuhan kebutuhan dana secara eksternal dipisahkan menjadi 2, yaitu; pembiayaan hutang (*debt financing*) dan pendanaan modal sendiri (*equity financing*). Pembiayaan hutang diperoleh melalui pinjaman, sedangkan pendanaan modal sendiri berasal dari emisi atau penerbitan saham. Brigham dan Houston (2011: 183) menguraikan bahwa teori *trade-off* dari *leverage* adalah teori yang menjelaskan bahwa struktur modal yang optimal ditemukan dengan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan hutang (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi.

Sriwardany (2006) menyatakan bahwa:

Hutang dihasilkan dari: (1) Peningkatan kemungkinan kebangkrutan yang disebabkan oleh kewajiban hutang yang tergantung pada tingkat risiko bisnis dan risiko keuangan, (2) Biaya agen dan pengendalian tindakan perusahaan. (3) Biaya yang berkaitan dengan manajer yang mempunyai informasi lebih banyak tentang prospek perusahaan daripada investor.

Menurut Sartono (2001: 246) jika pendekatan Modigliani dan Miller dalam kondisi ada pajak penghasilan perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat terus karena penggunaan hutang yang semakin besar.



Tetapi perlu diingat bahwa nilai sekarang dari *financial distress* dan nilai sekarang *agency cost* dapat mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan yang memiliki *leverage*.

Kesimpulannya adalah penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru menurunkan nilai perusahaan. Walaupun model *trade-off theory* tidak dapat menentukan secara tepat struktur modal yang optimal, namun model tersebut memberikan kontribusi penting yaitu;

- 1) Perusahaan yang memiliki aktiva yang tinggi, sebaiknya menggunakan sedikit hutang.
- 2) Perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan perusahaan yang membayar pajak rendah.

Pada penelitian ini, struktur modal diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). DER adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang dengan modal sendiri. DER merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan hutang) terhadap total *shareholder's equity* yang dimiliki perusahaan. Secara matematis DER dapat dirumuskan sebagai berikut (Husnan dan Pudjiastuti, 2012: 72):

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \dots\dots\dots(2.1)$$

Total hutang atau *total debt* merupakan total kewajiban atau *total liabilities* (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang) sedangkan total ekuitas atau *shareholder's equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi atau struktur modal dari total pinjaman (hutang) terhadap total modal yang dimiliki perusahaan.

#### 2.2.4 Pertumbuhan Perusahaan

Sartono (2001: 248) menyatakan bahwa:

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, dalam hubungannya dengan *leverage*, sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya karena penggunaan hutang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara teratur. Pertumbuhan perusahaan yang cepat mengakibatkan semakin besarnya kebutuhan dana untuk ekspansi. Semakin besar kebutuhan dana untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai dividen tetapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. Potensi pertumbuhan ini dapat diukur dari besarnya biaya penelitian dan pengembangan. Semakin besar *R&D Cost*-nya maka berarti ada prospek perusahaan untuk tumbuh.

Kallapur dan Trombley (1999) menyatakan realisasi pertumbuhan perusahaan diproksikan dengan nilai pertumbuhan perusahaan yang meliputi pertumbuhan aktiva dan ekuitas. Aktiva perusahaan menunjukkan keputusan penggunaan dana atau keputusan investasi pada masa lain.

Aktiva didefinisikan sebagai sumber daya yang mempunyai potensi memberikan manfaat ekonomis pada perusahaan dimasa yang akan datang. Sumber daya yang mampu menghasilkan aliran kas masuk (*cash inflow*) atau mengurangi aliran kas keluar (*cash outflow*) dapat disebut sebagai aktiva.

Sumber daya tersebut akan diakui sebagai aktiva perusahaan, memiliki hak penggunaan aktiva tersebut sebagai hasil transaksi atau pertukaran pada masa lalu dan manfaat ekonomis masa mendatang bisa diukur dan dikuantifikasikan dengan tingkat ketepatan. Menurut Helfert (1997: 333) dalam Safrida (2008) menyatakan bahwa pertumbuhan adalah dampak atas arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan atau penurunan volume usaha.

Pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal perusahaan, karena pertumbuhan yang baik memberi tanda bagi perkembangan perusahaan. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan investor pun akan mengharapkan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi yang dilakukan.

Sriwardany (2006) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh langsung dan positif terhadap perubahan harga saham, yang artinya bahwa informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan direspon positif oleh investor, sehingga akan meningkatkan harga saham. Dari *trade-off theory* tersirat makna bahwa pertumbuhan

perusahaan secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan.

Stulz (1990) menemukan bukti bahwa perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang rendah, maka rasio hutang berhubungan secara positif dengan nilai perusahaan. Sedangkan perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang tinggi, maka rasio hutang berhubungan secara negatif dengan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan sangat tergantung pada keberadaan kesempatan pertumbuhan.

Pada penelitian ini, pertumbuhan perusahaan diproksikan perubahan total aktiva, yaitu selisih total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan pada periode sekarang dengan periode sebelumnya terhadap total aktiva periode sebelumnya. Secara matematis dapat dituliskan sebagai berikut (Safrida, 2008):

$$\text{Perubahan Total Aktiva} = \frac{\text{Total Aktiva}_t - \text{Total Aktiva}_{t-1}}{\text{Total Aktiva}_t} \dots\dots\dots(2.2)$$

### 2.2.5 Analisis Rasio Keuangan

Dennis (2006) menyatakan bahwa analisis rasio keuangan merupakan metode yang paling baik digunakan untuk memperoleh gambaran kondisi keuangan perusahaan secara keseluruhan. Menurut Usman (2003), analisis ini berguna sebagai analisis internal bagi manajemen perusahaan untuk mengetahui hasil keuangan yang telah dicapai guna perencanaan yang akan datang dan juga untuk analisis

intern bagi kreditur dan investor untuk menentukan kebijakan pemberian kredit dan penanaman modal suatu perusahaan.

Menurut Ang (1997) dalam Hapsari (2007), analisis rasio keuangan ini dapat dibagi atas dua jenis berdasarkan *variate*, yaitu:

1. *Univariate Ratio Analysis*

*Univariate Ratio Analysis* merupakan analisis rasio keuangan yang menggunakan satu *variate* di dalam melakukan analisis. Contohnya seperti *Profit Margin Ratio*, *Return On Asset (ROA)* dan *Return On Equity (ROE)*.

2. *Multivariate Ratio Analysis*

*Multivariate Ratio Analysis* merupakan analisis rasio keuangan yang menggunakan lebih dari satu *variate* di dalam melakukan analisis, seperti *Alman's Z - Score* dan *Zeta Score*.

Rasio keuangan merupakan perbandingan dari dua data yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan. Rasio keuangan digunakan kreditur untuk mengetahui kinerja suatu perusahaan dengan melihat kemampuan perusahaan dalam membayar hutang-hutangnya (Dennis, 2006). Rasio keuangan dikelompokkan dengan istilah yang berbeda-beda, sesuai dengan tujuan analisisnya.

Nugroho *et al* (2003) menyatakan bahwa:

Beberapa rasio keuangan yang sering dipakai oleh seorang analis dalam mencapai tujuannya adalah rasio profitabilitas, digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri dan rasio likuiditas untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangan

jangka pendek tepat pada waktunya.

Brigham dan Houston (2012: 133) menggolongkan rasio keuangan menjadi rasio likuiditas (*liquidity ratios*), rasio manajemen aset (*asset management ratios*), rasio manajemen utang (*financial leverage ratios*), rasio profitabilitas (*profitability ratios*) dan rasio nilai pasar (*market value ratios*). Weygandt *et al* (1996) dalam Meythi (2005) menggolongkan rasio keuangan kedalam tiga macam mejadi rasio likuiditas, profitabilitas dan *solvency*. Secara umum, rasio keuangan dapat dikelompokkan menjadi rasio likuiditas, rasio leverage, rasio aktivitas dan rasio profitabilitas (Riyanto, 2011: 331).

#### 1) Rasio Likuiditas

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya (kurang dari satu tahun). Menurut Riyanto (2011: 332), rasio likuiditas dapat dibagi menjadi:

- a. *Current Ratio* (CR) yaitu perbandingan antara aktiva lancar terhadap hutang lancar.
- b. *Cash Ratio* (*Ratio of immediate solvency*) yaitu perbandingan antara kas ditambah efek terhadap hutang lancar.
- c. *Quick Ratio* (QR) yaitu perbandingan antara aktiva lancar dikurangi persediaan terhadap hutang lancar.
- d. *Working Capital to Total Asset* (WCTA) yaitu perbandingan antara aktiva lancar dikurangi hutang lancar terhadap jumlah aktiva.

Dalam penelitian ini rasio likuiditas diprosikan dengan WCTA, karena

menurut peneliti sebelumnya, rasio ini yang paling berpengaruh terhadap pertumbuhan laba. WCTA secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut (Riyanto, 2011: 333):

$$\text{WCTA} = \frac{\text{Aktiva Lancar} - \text{Hutang Lancar}}{\text{Jumlah Aktiva}} \dots\dots\dots(2.3)$$

Aktiva lancar berupa kas, persediaan dan pendapatan dagang atau *trade receivables*. Hutang lancar berupa *trade payable*, *taxes payable* dan *current maturities of long term debt*. Jumlah aktiva merupakan penjumlahan dari aktiva lancar dengan aktiva tetap.

## 2) Rasio Leverage

Menurut Machfoedz (1994) rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya, rasio leverage ini dibagi menjadi:

- a. *Debt Ratio* (DR) yaitu perbandingan antara total hutang dengan total aset.
- b. *Debt to Equity Ratio* (DER) yaitu perbandingan antara jumlah hutang lancar dan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri.
- c. *Long Term Debt to Equity Ratio* (LTDER) yaitu perbandingan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri.
- d. *Times Interest Earned* (TIE) yaitu perbandingan antara pendapatan sebelum bunga dan pajak (*earning before interest and tax*, selanjutnya disebut EBIT) terhadap bunga hutang jangka panjang.
- e. *Current Liability to Inventory* (CLI) yaitu perbandingan antara hutang

lancar terhadap persediaan.

- f. *Operating Income to Total Liability* (OITL) yaitu perbandingan antara laba operasi sebelum bunga dan pajak (hasil pengurangan dari penjualan bersih dikurangi harga pokok penjualan dan biaya operasi) terhadap total hutang.

Pada penelitian ini rasio *leverage* diproksikan dengan CLI dan OITL, karena menurut peneliti sebelumnya, rasio-rasio ini yang paling berpengaruh terhadap pertumbuhan laba. Menurut Machfoedz (1994) CLI secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{CLI} = \frac{\text{Hutang lancar}}{\text{Persediaan}} \dots\dots\dots(2.4)$$

Persediaan atau *inventory* yang dimaksud adalah barang-barang dagangan atau barang yang dibeli oleh perusahaan untuk dijual lagi. Contohnya seperti: bahan baku, *operating supplies* (barang yang digunakan perusahaan dalam produksi tetapi tidak menjadi bagian dari produk akhir, seperti bahan bakar), suku cadang (barang hasil produksi perusahaan lain yang dibeli untuk menghasilkan suatu produk, seperti ban untuk pabrik mobil, tali untuk pabrik sepatu).

OITL secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut (Riyanto, 2011: 333):

$$\text{OITL} = \frac{\text{Laba Operasi Sebelum Bunga Dan Pajak}}{\text{Jumlah Hutang}} \dots\dots\dots(2.5)$$



Laba operasi sebelum bunga dan pajak merupakan hasil pengurangan dari penjualan bersih, harga pokok penjualan dan biaya operasi. Jumlah hutang yang dimaksud adalah penjumlahan antara hutang lancar dan hutang tetap.

### 3) Rasio Aktivitas

Menurut Riyanto (2011: 331) rasio ini mengukur seberapa efektif perusahaan memanfaatkan semua sumberdaya (*resources*) yang ada pada pengendaliannya. Rasio aktivitas dibagi menjadi:

- a. *Total Asset Turnover* (TAT) yaitu perbandingan antara penjualan bersih dengan jumlah aktiva.
- b. *Receivable Turnover* (RT) yaitu perbandingan antara penjualan kredit dengan piutang rata-rata.
- c. *Inventory Turnover* (IT) yaitu perbandingan antara harga pokok penjualan dengan persediaan rata-rata.
- d. *Average Collection Period* (ACP) yaitu perbandingan antara piutang rata-rata dikalikan 360 dibanding dengan penjualan kredit.
- e. *Average Day's Inventory* (ADI) yaitu perbandingan antara *inventory* rata-rata dikali dengan 360 hari dengan harga pokok penjualan.
- f. *Working Capital Turnover* (WCT) yaitu perbandingan antara penjualan bersih terhadap modal kerja.

Pada penelitian ini, rasio aktivitas diproksikan dengan *Total Asset Turnover* (TAT), karena menurut peneliti sebelumnya rasio ini yang paling berpengaruh terhadap pertumbuhan laba. TAT dapat dirumuskan

sebagai berikut (Riyanto, 2011: 333):

$$\text{TAT} = \frac{\text{Penjual Bersih}}{\text{Total Aktiva}} \dots\dots\dots(2.6)$$

Penjualan bersih (*net sales*) merupakan hasil penjualan bersih selama satu tahun. Total aktiva merupakan penjumlahan dari total aktiva lancar dan aktiva tetap.

#### 4) Rasio Profitabilitas

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2012: 75), rasio profitabilitas atau rentabilitas digunakan untuk mengukur efisiensi suatu perusahaan dalam menggunakan aktivanya, efisiensi ini dikaitkan dengan penjualan yang berhasil diciptakan. Rasio profitabilitas dibagi menjadi:

- a. *Net Profit Margin* (NPM) yaitu perbandingan antara laba bersih setelah pajak (NIAT) terhadap total penjualannya.
- b. *Gross Profit Margin* (GPM) yaitu perbandingan antara laba kotor terhadap penjualan bersih.
- c. *Return on Asset* (ROA) yaitu perbandingan antara laba setelah pajak dengan jumlah aktiva.
- d. *Return on Equity* (ROE) yaitu perbandingan antara laba setelah pajak terhadap modal sendiri.

Pada penelitian ini, rasio profitabilitas diprosikan dengan ROE, karena menurut peneliti sebelumnya rasio ini yang paling berpengaruh

terhadap pertumbuhan laba. ROE dapat dirumuskan sebagai berikut (Riyanto, 2011: 333):

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Modal Sendiri}} \dots\dots\dots(2.7)$$

#### 5) Rasio Nilai Pasar

Rasio nilai pasar akan menghubungkan nilai saham perusahaan pada laba, arus kas, dan nilai buku per sahamnya. Rasio-rasio ini dapat memberikan indikasi kepada manajemen mengenai yang dipikirkan oleh para investor tentang kinerja masa lalu dan prospek perusahaan di masa mendatang. Jika rasio-rasio likuiditas, manajemen aktiva, manajemen hutang, dan profitabilitas semuanya terlihat baik, maka rasio-rasio nilai pasarnya juga akan tinggi, dan harga saham kemungkinan juga akan tinggi sesuai harapan (Brigham dan Houston, 2012: 150).

A. Rasio harga/laba (*price/earning ratio*) menunjukkan seberapa banyak uang yang rela dikeluarkan oleh investor untuk membawa setiap dollar laba yang dilaporkan.

B. Rasio harga/ arus kas. Di beberapa industri, harga saham akan lebih terikat pada arus kas daripada laba bersih.

C. Rasio nilai pasar/nilai buku. Rasio atas harga pasar saham terhadap nilai bukunya juga akan memberikan indikasi yang lain tentang bagaimana investor memandang perusahaan. perusahaan dengan tingkat pengembalian ekuitas yang relatif tinggi biasanya menjual dengan perkaliannya rendah.

### 2.2.6 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen sering dianggap sebagai *signal* bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan dividen dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan. Terdapat beberapa pandangan mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan:

a. Pandangan 1: Kebijakan dividen tak relevan

Pandangan ini berasumsi bahwa tidak ada hubungan antara kebijakan dividen dan nilai saham. Brigham dan Houston (2011: 211) menyatakan bahwa *dividend irrelevance theory is a firm's dividend policy has no effect on either its value or its cost of capital*. Miller dan Modigliani menjelaskan bahwa berdasarkan keputusan investasi perusahaan, rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham. Nilai perusahaan ditentukan hanya oleh kemampuan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya, dan cara aliran laba dipecah antara dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai ini.

b. Pandangan 2: Kebijakan dividen yang relevan

Myron Gordon dan John Lintner dalam Brigham & Houston (2011: 213) mengatakan dividen lebih pasti daripada perolehan modal, disebut juga dengan teori *bird in the hand*, yaitu kepercayaan bahwa pendapatan dividen memiliki nilai lebih tinggi bagi investor daripada *capital gains*, teori ini mengasumsikan bahwa dividen lebih pasti daripada

pendapatan modal.

c. Efek informasi (*information content, or signaling hypothesis*)

*Signal is an action taken by a firm's management that provides clues to investors about how management views the firm's prospects* (Brigham & Houston, 2011: 185). Sedangkan pengertian *information content* adalah teori yang menyatakan bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai pertanda bagi perkiraan manajemen atas laba. *Information assymetry* merupakan perbedaan kemampuan mengakses informasi antara manajemen dan investor yang bisa mengakibatkan harga saham lebih rendah daripada yang akan terjadi pada kondisi pasti.

d. *Clientele effect*

*Clientele effect* adalah kecenderungan perusahaan untuk menarik jenis investor yang menyukai kebijakan dividennya. Argumen Miller dan Modigliani menyatakan bahwa suatu perusahaan menetapkan kebijakan pembagian dividen khusus, yang selanjutnya menarik sekumpulan peminat atau *clientele* yang terdiri dari para investor yang menyukai kebijakan dividen khusus tersebut (Brigham & Houston, 2011: 215).

Pada penelitian ini, kebijakan dividen diprosikan dengan *Devidend Payout Ratio* (DPR), karena DPR lebih dapat menggambarkan perilaku oportunistik manajerial yaitu dengan melihat berapa besar keuntungan yang dibagikan kepada *shareholders* sebagai dividen dan berapa yang

disimpan di perusahaan. Secara matematis DPR dapat dituliskan sebagai berikut (Subramanyam dan Wild, 2010: 45):

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham}}{\text{Laba Per Lembar Saham}} \dots\dots\dots(2.8)$$

### 2.2.7 Profitabilitas

Profitabilitas merupakan gambaran dari kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan. Ukuran profitabilitas perusahaan dapat berbagai macam seperti: laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik. Brigham & Houston (2012: 146) mengatakan bahwa rasio profitabilitas mencerminkan keadaan yang telah terjadi di masa lalu, tetapi laporan tersebut juga memberikan petunjuk tentang hal-hal yang sebenarnya memiliki arti penting – kemungkinan apa yang akan terjadi di masa depan. Rasio ini dapat dibagi atas:

#### 1) *Gross Profit Margin* (GPM)

GPM berfungsi untuk mengukur tingkat pengembalian keuntungan kotor terhadap penjualan bersihnya (Riyanto, 2011: 335). Secara matematis GPM dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{GPM} = \frac{\text{Laba Kotor}}{\text{Penjualan Bersih}} \dots\dots\dots(2.9)$$

Laba kotor adalah penjualan bersih dikurangi dengan harga pokok

penjualan, sedangkan penjualan bersih adalah total penjualan bersih selama satu tahun. Nilai GPM berada diantara 0 dan 1. Nilai GPM semakin mendekati satu, maka berarti semakin efisien biaya yang dikeluarkan untuk penjualan dan semakin besar juga tingkat pengembalian keuntungan.

## 2) Net Profit Margin (NPM)

NPM berfungsi untuk mengukur tingkat kembalian keuntungan bersih terhadap penjualan bersihnya (Riyanto, 2011: 336). Secara matematis NPM dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{NPM} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Penjualan Bersih}} \dots\dots\dots(2.10)$$

Nilai NPM ini berada diantara 0 dan satu. Nilai NPM semakin besar mendekati satu, maka berarti semakin efisien biaya yang dikeluarkan, juga berarti semakin besar tingkat kembalian keuntungan bersih.

## 3) *Operating Return On Assets* (OPROA)

OPROA digunakan untuk mengukur tingkat kembalian dari keuntungan operasional perusahaan terhadap seluruh asset yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan operasional tersebut (Husnan dan Pudjiastuti, 2012: 75). Secara matematis OPROA dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{OPROA} = \frac{\text{Laba Operasi}}{\text{Rata-rata Total Aktiva}} \dots\dots\dots(2.11)$$

*Operating income* merupakan keuntungan operasional atau disebut juga laba usaha. *Average total assets* merupakan rata-rata dari *total asset* awal tahun dan akhir tahun. Jika *total asset* awal tahun tidak tersedia, maka total asset akhir tahun dapat digunakan.

#### 4) *Return On Assets* (ROA)

ROA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya (Husnan dan Pudjiastuti, 2012: 76). Rasio ini merupakan rasio yang terpenting diantara rasio profitabilitas yang ada. ROA kadang-kadang disebut juga *Return on Investment* (ROI). Secara matematis ROA dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Rata-rata Total asset}} \dots\dots\dots(2.12)$$

#### 5) *Return on equity* (ROE)

ROE merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas pemilik perusahaan. Ekuitas pemilik adalah jumlah aktiva bersih perusahaan. ROE atau *return on net worth* mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan. ROE secara eksplisit memperhitungkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *return* bagi pemegang saham biasa setelah memperhitungkan bunga (biaya hutang) dan biaya saham preferen (Riyanto, 2011: 336). Seperti diketahui, pemegang saham mempunyai



klaim sisa atas keuntungan yang diperoleh perusahaan pertama akan dipakai untuk membayar bunga hutang kemudian saham preferen baru kemudian ke pemegang saham biasa. *Return on equity* merupakan rasio yang sangat penting bagi pemilik perusahaan (*the common stockholder*), karena rasio ini menunjukkan tingkat kembalian yang dihasilkan oleh manajemen dari modal yang disediakan oleh pemilik perusahaan. Dengan kata lain, ROE menunjukkan keuntungan yang akan dinikmati oleh pemilik saham. Adanya pertumbuhan ROE menunjukkan prospek perusahaan yang semakin baik karena berarti adanya potensi peningkatan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Hal ini ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif dari perusahaan sehingga akan meningkatkan kepercayaan investor serta akan mempermudah manajemen perusahaan untuk menarik modal dalam bentuk saham.

Secara matematis ROE dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Modal Sendiri}} \dots\dots\dots(2.13)$$

#### 6) *Earning Power*

*Earning Power* adalah hasil kali *net profit margin* dengan perputaran aktiva. *Earning Power* merupakan tolak ukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan aktiva yang digunakan (Husnan dan Pudjiastuti, 2012: 76). Rasio ini menunjukkan pula tingkat efisiensi

investasi yang nampak pada tingkat perputaran aktiva. Apabila perputaran aktiva meningkat dan *net profitmargin* tetap maka *earning power* juga meningkat. Dua perusahaan mungkin akan mempunyai *earning power* yang sama meskipun perputaran aktiva dan *net profit margin* keduanya berbeda.

### 2.2.8 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas

Ryanto (2011: 296) menyatakan bahwa:

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing (jangka panjang) dengan modal sendiri. Masalah struktur modal adalah masalah yang penting bagi setiap perusahaan, karena baik buruknya struktur modal suatu perusahaan akan mempunyai efek langsung terhadap posisi keuangan perusahaan. Suatu perusahaan yang mempunyai struktur modal yang tidak baik, di mana mempunyai utang yang sangat besar akan memberikan beban yang berat kepada perusahaan yang bersangkutan. Struktur modal merupakan cermin dari kebijakan perusahaan dalam menentukan jenis sekuritas yang diterbitkan perusahaan dan struktur modal suatu perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor dan salah satu yang utama adalah stabilitas *earning*.

Stabilitas dan besarnya *earning* yang diperoleh perusahaan akan menentukan apakah perusahaan tersebut dibenarkan untuk menarik modal dengan beban tetap atau tidak. Perusahaan yang mempunyai *earning* yang stabil akan selalu dapat memenuhi kewajiban finansilnya sebagai akibat dari penggunaan modal asing. Sebaliknya perusahaan yang tidak mempunyai *earning* tidak stabil dan *unpredictable* akan menanggung resiko tidak dapat membayar beban bunga atau tidak dapat membayar angsuran-angsuran utangnya pada tahun-tahun atau keadaan

yang buruk. Perusahaan barang umum (*public utilities*) misalnya mempunyai earning relatif lebih stabil dapat mempunyai kesempatan yang lebih baik untuk mengadakan pinjaman atau penarikan modal asing dibandingkan dengan perusahaan industri barang-barang mewah.

Brigham & Houston (2011: 186) menyatakan bahwa:

Pemilik sebuah perusahaan mungkin dapat mempergunakan hutang yang berjumlah relatif besar untuk membatasi manajernya. Rasio hutang yang tinggi akan meningkatkan ancaman kebangkrutan sehingga manajer keuangan perusahaan lebih berhati-hati dan tidak menghambur-hamburkan uang para pemegang saham. Kebanyakan pengambilalihan perusahaan dan pembelian melalui hutang dirancang untuk meningkatkan efisiensi dengan mengurangi arus kas bebas yang tersedia bagi para manajer.

Pembelanjaan yang dilakukan oleh manajemen keuangan akan membentuk struktur keuangan yang dapat menunjukkan komposisi perbandingan sumber dana perusahaan dalam membiayai operasi perusahaan. Bagi setiap perusahaan, keputusan dalam pemilihan sumber dana merupakan hal penting sebab hal tersebut akan mempengaruhi struktur keuangan perusahaan, yang akhirnya akan mempengaruhi profitabilitas. Sumber dana perusahaan dicerminkan oleh modal asing dan modal sendiri diukur dengan *debt to equity ratio* atau DER (Husnan dan Pudjiastuti, 2012: 72).

Husnan (2000: 337) menyatakan bahwa:

Pada saat kita sulit untuk menaksir biaya modal sendiri, dan peningkatan resiko yang ditanggung pemodal karena menggunakan tambahan hutang, analisis yang mendasarkan pada pemikiran bahwa hutang bisa dibenarkan sejauh diharapkan dapat memberikan tambahan laba atau *earning before interest and tax* yang lebih besar dari bunga yang dibayar. Sejauh

penggunaan hutang tersebut diharapkan dapat memberikan rentabilitas ekonomi yang lebih besar dari bunga hutang tersebut maka penggunaan hutang tersebut dapat dibenarkan.

Penelitian yang dilakukan oleh Denise dan Robert (2009) menemukan bahwa strategi investasi yang berdasarkan kepemilikan modal dari dalam perusahaan (modal sendiri) memiliki hubungan positif terhadap profitabilitas perusahaan. Artinya, jika perusahaan memperoleh hasil yang lebih besar dari dana yang dipinjam daripada yang harus dibayar sebagai bunga, maka hasil pengembalian berupa profit untuk para pemilik akan meningkat. Penelitian yang dilakukan oleh Kusumasari *et al* (2009) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja keuangan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Safieddine dan Titman (1997) menemukan bahwa kinerja keuangan perusahaan yang meningkat seiring dengan rekapitalisasi peningkatan *laverage*.

### **2.2.9 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan**

Modigliani dan Miller (1958) dalam Brigham dan Houston (2011: 179) menunjukkan bahwa:

Nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal, bukti tersebut dengan berdasarkan serangkaian asumsi antara lain, tidak ada biaya broker (pialang), tidak ada pajak, tidak ada kebangkrutan, para investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perseroan, semua investor mempunyai informasi yang sama, EBIT tidak dipengaruhi oleh biaya hutang. Hasil tersebut menunjukkan kondisi-kondisi dimana struktur modal tidak relevan, MM juga memberikan petunjuk agar srtuktur modal menjadi relevan sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Modigliani dan Miller (1963) menerbitkan makalah lanjutan yang melemahkan asumsi tidak ada pajak perseroan. Peraturan perpajakan memperbolehkan pengurangan bunga sebagai beban, tetapi pembayaran dividen kepada pemegang saham tidak dapat dikurangi. Hasil penelitian mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang dalam struktur modal. Kesimpulan ini diubah oleh Miller ketika memasuki efek dari pajak perseroan. Miller berpendapat bahwa investor bersedia menerima pengembalian atas saham sebelum pajak yang relatif rendah dibandingkan dengan pengembalian atas obligasi sebelum pajak (Brigham dan Houston, 2011: 181).

Hasil-hasil Modigliani dan Miller yang tidak relevan juga tergantung pada asumsi tidak adanya biaya kebangkrutan. Perusahaan yang bangkrut mempunyai biaya hukum dan akutansi yang tinggi, dan mereka juga sulit untuk menahan pelanggan, pemasok dan karyawan . Bahkan kebangkrutan sering memaksa suatu perusahaan melikuidasi atau menjual hartanya dengan harga dibawah harga seandainya perusahaan beroperasi. Biaya yang terkait dengan kebangkrutan, yaitu: 1) Profitabilitas terjadinya, 2) Biaya-biaya yang timbul bila kesulitan keuangan akan muncul. Perusahaan yang labanya lebih labil, bila semua hal lain sama, menghadapi biaya kebangkrutan yang lebih besar sehingga harus lebih sedikit hutang daripada perusahaan yang stabil (Brigham dan Houston, 2011: 182).

Teori *trade-off* dan *lverage* adalah teori yang menjelaskan bahwa

struktur modal yang optimal ditemukan dengan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan hutang (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan kebangkrutan yang lebih tinggi (Brigham dan Houston, 2011: 183). Biaya dari hutang dihasilkan dari 1) Peningkatan kemungkinan kebangkrutan yang disebabkan oleh kewajiban hutang yang tergantung pada risiko bisnis dan risiko keuangan, 2) Biaya agen dan pengendalian tindakan perusahaan, 3) Biaya yang berkaitan dengan manajer yang mempunyai informasi yang lebih banyak tentang prospek perusahaan daripada investor (Sriwardany, 2006).

Pendekatan Modigliani dan Miller dalam kondisi ada pajak penghasilan perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat terus karena penggunaan hutang yang semakin besar. Tetapi perlu diingat bahwa bila sekarang dari *financial distress* dan nilai sekarang adalah *agency cost* dapat mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan yang memiliki *leverage*.

*Trade-off theory* menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, dengan asumsi titik target struktur modal optimal belum tercapai, maka berdasarkan *trade-off theory* memprediksi adanya hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan.

Solihah dan Taswan (2002) dalam penelitiannya menunjukkan

bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Driffield *et al* (2007) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa adanya pengaruh yang signifikan untuk struktur kepemilikan terhadap *leverage* (DER) dan nilai perusahaan (Tobin'Q) di Indonesia, Korea, Malaysia, dan tidak signifikan di Thailand. Penelitian yang dilakukan Syarif (2007) menemukan bahwa peningkatan hutang mampu meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan penelitian dengan hasil yang berbeda dilakukan oleh Arijit (2008) dalam Kusumajaya (2011) menunjukkan bahwa penggunaan *laverage* ternyata berdampak negatif terhadap kesempatan peningkatan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

Sujoko dan Soebiantoro (2007) menemukan bahwa kebijakan hutang yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) dan ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap *price book value* (PBV), hal yang sama juga ditemukan oleh Ekayana (2007). Sedangkan Chen (2002) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh secara positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, Chen juga membuktikan bahwa nilai perusahaan akan meningkat jika perusahaan memilih tidak ada hutang pada struktur modal pada perusahaan Belanda.

#### **2.2.10 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas**

Greiner (1972) menyatakan bahwa:

Hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan profitabilitas dapat bersifat positif ataupun negatif.

Sebaliknya, peningkatan pertumbuhan dapat berkontribusi atas rusaknya hubungan informal yang terbentuk dalam perusahaan dari waktu ke waktu. Pertumbuhan yang lebih besar membutuhkan formalitas yang lebih besar dalam bentuk hubungan kerja, yang dalam jangka waktu singkat sulit untuk dicapai dengan efisien. Kondisi ini menyebabkan profitabilitas perusahaan berkurang. Di sisi lain, pertumbuhan yang lebih besar dapat menghasilkan profitabilitas yang lebih besar sebagai akibat dari peningkatan motivasi karyawan yang mengharapkan pendapatan yang lebih besar di masa depan, pendapatan yang dihasilkan dari ukuran perusahaan yang lebih besar.

Greiner (1972) menyimpulkan bahwa dampak pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas berada di atas segalanya dan tergantung pada kemampuan manajemen untuk memotivasi karyawan. Jika efek positif motivasi karyawan memiliki daya tarik yang lebih besar daripada efek negatif yang disebabkan oleh perubahan dalam hubungan kerja, pertumbuhan dapat berarti peningkatan profitabilitas perusahaan. Jika tidak, pertumbuhan dapat berarti penurunan profitabilitas perusahaan.

Roper (1999) dalam konteks perusahaan-perusahaan Irlandia, dan Gschwandtner (2005) dalam perusahaan-perusahaan Amerika, menemukan secara statistik hubungan yang tidak signifikan antara pertumbuhan dan profitabilitas. Dengan menggunakan sampel perusahaan Portugis, Serrasqueiro (2009) dalam artikelnya memberi kontribusi literatur yang menunjukkan bukti hubungan positif dan secara statistik signifikan antara pertumbuhan dan profitabilitas. Oleh karena itu, kita dapat menyimpulkan bahwa efek motivasi karyawan sebagai konsekuensi dari kemungkinan pendapatan yang lebih besar di masa



depan, dapat menjadi relevan bagi perusahaan, sehingga untuk mengatasi dampak negatif yang timbul dari inefisiensi sementara dari hubungan kerja baru yang lebih formal. Secara metodologis, untuk menghitung hubungan antara pertumbuhan dan profitabilitas perusahaan dengan sampel perusahaan Portugis digunakan panel penduga dinamis yang disebut: GMM (1991), Sistem GMM (1998) dan LSDVC (2005). Pada awalnya dipergunakan menghitung hubungan antara pertumbuhan dan profitabilitas. Setelah itu, ditambahkan variabel lain yang menjelaskan profitabilitas dengan tujuan simultan untuk menguji signifikansi hubungan antara pertumbuhan dan profitabilitas dan meningkatkan kualitas analisis yang dilakukan. Variabel-variabel yang digunakan untuk menjelaskan profitabilitas adalah (Adams dan Buckle, 2003; Goddard *et. al*, 2005):

- 1) Ukuran;
- 2) Hutang; dan
- 3) Likuiditas.

Terlepas dari penjelasan di atas, dengan menggunakan panel penduga dinamis memungkinkan untuk menentukan tingkat keterkaitan profitabilitas, memperkirakan hubungan antara profitabilitas pada periode sebelumnya dengan profitabilitas pada periode berjalan.

### **2.2.11 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan**

Sartono (2001: 248) menyatakan bahwa:  
Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi,

dalam hubungannya dengan *leverage*, sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya karena penggunaan hutang mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara teratur. Pertumbuhan perusahaan yang cepat membutuhkan dana yang semakin besar. Semakin besar kebutuhan dana untuk pembiayaan ke depan maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai deviden tetapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. Potensi pertumbuhan ini dapat diukur dari besarnya biaya penelitian dan pengembangan. Semakin besar R & D Cost-nya maka berarti ada prospek perusahaan untuk tumbuh.

Kallapur dan Trombley (1999), realisasi pertumbuhan perusahaan diukur dengan nilai pertumbuhan perusahaan yang meliputi pertumbuhan aktiva dan ekuitas. Aktiva perusahaan menunjukkan keputusan penggunaan dana atau keputusan investasi pada masa lalu. Aktiva didefinisikan sebagai sumber daya yang mempunyai potensi memberikan manfaat ekonomis pada perusahaan dimasa yang akan datang. Sumber daya yang mampu menghasilkan aliran kas masuk (*cash inflow*) atau mengurangi kemampuan kas keluar (*cash outflow*) bisa disebut sebagai aktiva. Sumber daya tersebut akan diakui sebagai aktiva perusahaan memperoleh hak penggunaan aktiva tersebut sebagai hasil transaksi atau pertukaran pada masa lalu dan manfaat ekonomis masa mendatang bisa diukur, dikuantifikasikan dengan tingkat ketepatan yang memadai.

Helfert (1997: 333) dalam Safrida (2008) menjelaskan bahwa

pertumbuhan adalah dampak atas arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan atau penurunan volume usaha. Pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal perusahaan, karena pertumbuhan yang baik memberi tanda bagi perkembangan perusahaan. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan investor pun akan mengharapkan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi yang dilakukan menunjukkan perkembangan yang baik.

Stulz (1990) menemukan bukti bahwa perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang rendah, maka rasio hutang berhubungan secara positif dengan nilai perusahaan. Sedangkan perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang tinggi, maka rasio hutang berhubungan secara negatif dengan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan sangat tergantung pada keberadaan kesempatan pertumbuhan.

Penelitian yang dilakukan oleh Sriwardany (2006) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap perubahan harga 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 Safrida (2008) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

### **2.2.12 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Profitabilitas**

Penelitian mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap profitabilitas ini berkaitan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Lee S. *at al* (2012) yang menganalisis hubungan antara perubahan dividen saat ini dengan perubahan laba masa depan pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Malaysia (Bursa Malaysia/BM) periode 1998 - 2007, dengan hasil penelitian menunjukkan bahwa perubahan dividen saat ini secara signifikan berhubungan dengan perubahan laba kontemporer. Dividen saat ini memiliki hubungan yang lemah dengan perubahan laba tahun pertama dan mayoritas tidak berhubungan dengan laba pada tahun kedua dan ketiga. Pada penelitian ini juga ditemukan bukti lemah yang menyatakan bahwa laba masa depan terkait dengan ukuran perubahan dividen dan stabilitas dividen.

Temuan ini setidaknya memiliki tiga implikasi penting. Pertama, hasil penelitian ini mungkin mencerminkan praktek - praktek kebijakan dividen perusahaan lokal Malaysia. Manajer lokal Malaysia tidak menyatakan penting menggunakan dividen sebagai perangkat sinyal dari laba masa depan. Dengan kata lain, harapan laba masa depan bukan merupakan faktor yang menentukan kebijakan dividen saat ini pada perusahaan – perusahaan tersebut. Kedua, temuan ini memiliki Implikasi penting bagi investor, terutama bagi mereka yang bergantung pada informasi dividen sebagai dasar keputusan investasi. Ketiga, temuan ini

menambah bukti yang sangat dibutuhkan tentang topik ini di pasar lokal Malaysia.

Penelitian yang dilakukan oleh Amidu (2007) tentang bagaimana kebijakan dividen mempengaruhi kinerja perusahaan – perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Ghana (*Ghana Stock Exchange/GSE*) menunjukkan hubungan yang positif antara *Return On Asset (ROA)*, kebijakan dividen, dan pertumbuhan penjualan. Hasil penelitian juga mendukung pemikiran bahwa kebijakan dividen relevan dengan kinerja perusahaan. Lebih mengherankan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan - perusahaan besar di GSE berkinerja lebih rendah berdasarkan ROA. Hasil penelitian ini juga mengungkapkan asosiasi negatif antara ROA dan *Dividend Payout Ratio (DPR)*, dan *leverage*.

Merekefu dan Ouma (2012) meneliti hubungan antara *dividend payout* dengan kinerja perusahaan pada perusahaan – perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Kenya (*Nairobi Security Exchange/NSE*) dengan hasil yang menunjukkan bahwa *dividend payout* mempengaruhi kinerja perusahaan dan hubungan ini bersifat signifikan dan positif.

Hasil penelitian ini mempertegas bahwa kebijakan dividen relevan dan mempengaruhi kinerja perusahaan dan hasil ini bertentangan dengan teori yang menyatakan kebijakan dividen tidak relevan atau *irrelevant theory of dividend*. Jumlah aktiva total dan pendapatan juga merupakan faktor - faktor yang mempengaruhi kinerja suatu perusahaan. Hasil penelitian ini juga mengungkapkan bahwa pembayaran dividen tunai

adalah bentuk pembayaran dividen yang paling umum digunakan oleh perusahaan - perusahaan yang *go public* di NSE. Umumnya perusahaan – perusahaan tersebut tidak menggunakan bentuk lain pembayaran dividen dan cenderung memilih untuk tidak membayar dividen atau menurunkan dividen jika tidak tersedia cukup uang tunai.

Hasil penelitian ini juga mengidentifikasi bahwa faktor-faktor utama yang mempengaruhi kebijakan dividen dari suatu perusahaan yang *go public* adalah; profitabilitas, pola dividen masa lalu, aturan hukum, *leverage* keuangan, kesempatan investasi, tingkat pertumbuhan dan struktur modal. Faktor-faktor lain seperti struktur kepemilikan, ekspektasi pemilik saham, pajak pemilik saham, struktur modal tingkat pertumbuhan industri sejenis dan akses kepada pasar modal dapat juga dijadikan sebagai variabel-variabel pertimbangan dalam merancang kebijakan dividen meskipun akan mempengaruhi dividen secara lebih luas.

Sementara Ajanthan (2013) meneliti hubungan antara *dividend payout* dan profitabilitas perusahaan pada perusahaan hotel dan restoran yang *go public* di Bursa Efek Sri Lanka (*Colombo Stock Exchange/CSE*), hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen mempunyai dampak yang signifikan terhadap profitabilitas perusahaan hotel dan restoran yang *go public* di CSE. Hal ini berarti bahwa peningkatan kesejahteraan keuangan suatu perusahaan cenderung positif mempengaruhi tingkat pembayaran dividen perusahaan. Hasil penelitian ini selanjutnya memastikan bahwa ada hubungan positif

yang signifikan antara pendapatan dan profitabilitas perusahaan dan ada hubungan positif yang signifikan antara jumlah aset dan profitabilitas perusahaan.

Keputusan kebijakan dividen suatu perusahaan adalah penting, cara bagaimana para manajer senior perusahaan membuat kebijakan dividen, apakah dengan mengikuti seperangkat pedoman tertentu atau strategi khusus dalam membuat keputusan ini akan berdampak pada nilai perusahaan. Hal ini juga dapat berdampak pada kinerja perusahaan di masa yang akan datang.

Lintner (1956) berdasarkan hasil penelitiannya menyatakan bahwa: Dalam menentukan bagaimana manajer senior (tingkat manajemen atas) merumuskan keputusan kebijakan dividen, dia membuat estimasi model yang terdiri dari variabel-variabel berikut: stabilitas laba, pengeluaran pabrik dan peralatan, keinginan untuk menggunakan pendanaan eksternal, ukuran perusahaan, kepemilikan kelompok pengendali dan penggunaan dividen saham. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 600 perusahaan yang terdaftar di bursa efek. Dia memanfaatkan wawancara dalam mengumpulkan data dan tidak semua manajer dari 600 perusahaan diwawancarai dalam penelitian ini. Dari temuannya, dijelaskan bahwa sebagian besar manajer memandang pendapatan saat ini dan target tingkat pembayaran dividen (*dividend payout*) bersifat menentukan dalam membuat kebijakan dividen.

Marsh dan Merton (1987) merangkum temuan dari Lintner (1956) tentang bagaimana para manajer menentukan tingkat pembayaran dividen sebagai berikut:

1. Para manajer cenderung untuk tidak membuat keputusan dividen yang mungkin harus diubah dalam jangka waktu dekat.

2. Pembayaran dividen pada tahun berjalan tidak akan terpengaruh oleh tingkat profitabilitas pada periode yang sama (T) tetapi dapat berdampak pada tingkat profitabilitas periode berikutnya (T +1).
3. Para manajer menitikberatkan perhatiannya pada perubahan dalam tingkat pembayaran dividen (*dividend payout level*).
4. Para perusahaan mempunyai rasio pembayaran dividen yang lebih panjang.
5. Perusahaan-perusahaan akan membeli kembali saham-sahamnya ketika perusahaan-perusahaan tersebut telah mengakumulasikan sejumlah besar uang tunai yang tidak diinginkan dan berharap mengubah struktur modalnya.

### **2.2.13 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan**

Beberapa studi empiris dengan hasil yang menunjukkan dukungannya terhadap pandangan *dividend irrelevance theory*, dapat dikemukakan sebagai berikut; Black dan Scholes (1974) menguji hubungan antara hasil pengembalian surat berharga dan hasil dividen dengan membentuk portofolio yang terdiversifikasi dengan baik dan menyusun peringkat dari surat berharga itu berdasarkan risiko sistematisnya dan kemudian menyusunnya menurut hasil dividennya untuk setiap kelompok risiko. Black dan Scholes (1974) menyimpulkan bahwa dividen tidak mempengaruhi hasil pengembalian surat berharga tersebut. Demikian pula halnya, penelitian yang dilakukan oleh Pettit



(1976) membuktikan bahwa harga saham umum (*common stock*) perusahaan tidak ditentukan oleh kebijakan dividen yang dijalankan perusahaan tersebut. Hasil penelitian yang telah dilakukan Miller dan Scholes (1983) menemukan bukti yang mendukung pernyataan bahwa tidak ada pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham.

Beberapa studi empiris dengan hasil yang menunjukkan dukungannya terhadap pandangan *bird in the hand theory* adalah sebagai berikut; Long (1978) secara cermat menguji kasus *Citizen Utilities*, suatu perusahaan yang mempunyai dua kelompok saham yang mirip dalam segala hal kecuali bahwa satu kelompok membayar dividen tunai dan kelompok lainnya membayar dividen saham. Ia menemukan bukti bahwa para pemegang saham lebih menyukai dividen tunai. Hasil penelitian Bhattacharya (1979) membenarkan *bird in the hand theory* dari Lintner (1962) dan Gordon (1963) yang menjelaskan bahwa investor lebih menyukai dividen yang tinggi karena dividen yang diterima risikonya lebih kecil atau mengurangi ketidakpastian dibandingkan dengan keuntungan yang tidak dibagikan dalam bentuk laba ditahan (*capital gain*).

Studi sebelumnya oleh Baker dan Farrelly (1989) melaporkan hasil-hasil yang sama untuk apa yang mereka sebut sebagai pencapaian dividen. Baker dan Farrelly (1989) mengadakan survei terhadap investor-investor institusional untuk mempelajari apa yang menjadi pertimbangan penting suatu perusahaan dalam kebijakan dividen. Temuan-temuan mereka memperlihatkan bahwa para investor berpengalaman percaya

kebijakan dividen mempengaruhi harga saham dan dividen yang konsisten adalah sangat penting, hasil-hasil ini adalah konsisten dengan Lintner (1956). Glen *et al* (1995) dalam Mai (2010) menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan di negara-negara berkembang secara rata-rata melakukan kebijakan pembayaran dividen dengan *payout ratio* dua pertiga lebih besar dari perusahaan-perusahaan di negara maju. Perusahaan di negara berkembang lebih mementingkan kebijakan dividen berdasarkan *payout ratio* dibandingkan dengan besaran-besaran moneter lainnya.

Bajaj dan Vijh (1990) dalam penelitiannya yang menggunakan sampel dari periode tahun 1962 sampai dengan tahun 1987 menunjukkan bahwa tingkat hasil dividen memiliki pengaruh signifikan searah dengan pergerakan harga saham. Penelitian ini juga menemukan bukti bahwa pengaruh tingkat hasil dividen terhadap harga saham adalah kuat pada perusahaan dengan skala kecil. Hal ini disebabkan pasar relatif kurang memiliki informasi mengenai perusahaan dengan skala kecil, sehingga pengumuman pembayaran dividen merupakan informasi kunci bagi para pemegang saham. Allen *et al* (2000), dan Baker dan Wurgler (2004) menduga bahwa pembayaran-pembayaran dividen adalah sebagai jawaban atas permintaan-permintaan dari para investor untuk kebutuhan dividen.

DeAngelo dan DeAngelo (2005) menyatakan bahwa kebijakan dividen adalah tidak terpisahkan dalam mempengaruhi kekayaan para

pemilik saham. Oleh karena itu, kebijakan dividen akan mempengaruhi pilihan proyek investasi atau oleh karena ketidaksempurnaan pasar seperti pajak pribadi. Hasil penelitian Brav, Graham *et al* (2005) mendokumentasikan suatu bukti bahwa para eksekutif keuangan bersifat ragu-ragu untuk membuat perubahan-perubahan besar pada kebijakan dividen mereka, karena perubahan-perubahan seperti itu akan mengubah struktur modal perusahaan dan dengan kurang baik mempengaruhi harga sahamnya. Amidu (2007) melakukan penelitian untuk menguji apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Ghana Stock Exchange (GSE), dengan menggunakan data selama delapan tahun yaitu mulai tahun 1997 sampai tahun 2004. Hasil penelitian Amidu (2007) mendukung pernyataan bahwa kebijakan dividen adalah relevan terhadap nilai perusahaan, yang diukur dengan *Tobin's q* yaitu rasio nilai pasar dari aset terhadap nilai buku dari aset perusahaan, *Return on Asset*, dan *Return on Equity*.

Beberapa studi empiris dengan hasil yang menunjukkan dukungannya terhadap pandangan *tax preference theory* yang dikemukakan oleh Farrar dan Selwyn (1967) adalah sebagai berikut: Brenan (1970) telah melakukan penelitian yang mana hasilnya dapat menyimpulkan bahwa para investor tidak menyukai dividen dan karena itu para investor menuntut hasil pengembalian yang lebih tinggi sebelum dikenakan pajak, guna menutup pajak yang dikenakan. Dengan semua

hal lain dianggap tetap, saham dengan pembayaran dividen yang lebih besar, maka harganya akan lebih rendah.

Easterbrook (1984) menyatakan bahwa:

Semakin banyak dividen yang ingin dibayarkan oleh perusahaan, semakin besar kemungkinan berkurangnya laba yang ditahan. Sebagai akibat, perusahaan harus mencari biaya eksternal untuk melakukan investasi baru. Namun biaya penerbitan untuk sumber pembiayaan eksternal menjadi mahal karena adanya *flotation cost*. Oleh sebab itu, mereka beranggapan bahwa dividen sebaiknya dibagikan sekecil-kecilnya, sejauh dana tersebut dapat digunakan untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan atau suatu proyek investasi yang dapat memberikan (*Net Present Value*) NPV positif.

Penelitian Litzenberger dan Ramaswamy (1982) yang ditempuh dengan cara melakukan pengujian terhadap hubungan antara pembayaran dividen dan hasil pengembalian atas surat berharga yang menggunakan model Brennan (1970), menyimpulkan bahwa hasil pengembalian yang disesuaikan terhadap risiko akan lebih tinggi bagi surat berharga yang hasil dividennya lebih tinggi. Selanjutnya, implikasi dari temuan penelitian itu adalah bahwa pembayaran dividen tidak diinginkan para investor, oleh karena itu hasil pengembalian yang lebih tinggi diperlukan untuk mengganti pajak yang dikenakan atas para penanam modal (investor) guna mendorong mereka mempertahankan saham dengan hasil dividen yang lebih tinggi.

Laba bersih perusahaan dapat dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan selanjutnya. Kebijakan dividen

merupakan keputusan mengenai penggunaan laba yang merupakan hak para pemegang saham. *Dividend Payout Ratio* pada hakikatnya menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai laba ditahan.

Brigham dan Houston (2011: 213) menyatakan bahwa:  
Manajer percaya bahwa para investor lebih menyukai perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang stabil. Pembagian dividen akan mengindikasikan perusahaan memperoleh laba yang cukup besar sehingga mampu mendistribusikannya kepada pemegang saham. Hal ini akan meningkatkan pandangan pasar mengenai nilai perusahaan.

Aharoni dan Swary (1980) dalam Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) melakukan pengujian mengenai pengaruh pengumuman dividen dan *earning* yang dikaitkan dengan perilaku saham. Mereka menggunakan data pengumuman dividen baik yang didahului maupun yang diikuti oleh pengumuman *earning* dalam jangka waktu 11 hari. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengumuman dividen memberikan informasi yang lebih bermanfaat daripada pengumuman *earning*. Hal ini bisa dilihat dari reaksi pasar yang positif terhadap kenaikan dividen dan reaksi pasar yang negatif terhadap penurunan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Sudjoko (1999) dalam Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011), menguji kandungan informasi dividen dan menguji efisiensi pasar di Bursa Efek Indonesia. Sudjoko menggunakan sampel 150 perusahaan dan membaginya ke dalam 4 kelompok, yaitu perusahaan yang mengalami kenaikan dividen, perusahaan yang

mengalami kenaikan dividen secara konsisten, perusahaan yang mengalami kenaikan dividen dan perusahaan yang bertumbuh, perusahaan yang mengalami kenaikan dividen dan perusahaan yang tidak bertumbuh. Pada hasil akhir didapatkan bahwa pengumuman dividen membawa reaksi positif ke pasar. Hal ini berarti investor di Bursa Efek Indonesia menggunakan informasi pengumuman dividen sebagai alat untuk mengambil keputusan.

#### **2.2.14 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan.**

Dari sudut pandang investor, meramalkan masa depan adalah hakikat dari analisis laporan keuangan sedangkan sudut pandang manajemen, analisis laporan keuangan akan bermanfaat baik untuk membantu mengantisipasi kondisi-kondisi di masa depan dan yang lebih penting lagi sebagai titik awal untuk melakukan perencanaan langkah-langkah yang meningkatkan kinerja perusahaan di masa mendatang.

Jika manajemen ingin memaksimalkan nilai sebuah perusahaan, maka harus mengambil keuntungan dari kekuatan-kekuatan perusahaan dan memperbaiki kelemahan-kelemahannya. Analisis laporan keuangan akan melibatkan membandingkan kinerja perusahaan dengan kinerja perusahaan - perusahaan lain dalam industri yang sama dan mengevaluasi tren posisi keuangan dari waktu ke waktu. Studi-studi ini akan membantu manajemen mengidentifikasi berbagai kekurangan yang mereka miliki dan kemudian mengambil tindakan untuk meningkatkan kinerjanya (Brigham & Houston, 2012: 8).

Profitabilitas merupakan gambaran dari kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan.

Ang (1997) dalam Hapsari (2007) mengungkapkan bahwa: Rasio profitabilitas atau rasio rantabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Dalam penelitian ini profitabilitas diukur dengan *return on equity* merupakan rasio yang sangat penting bagi pemilik perusahaan (*the common stockholder*), karena rasio ini menunjukkan tingkat kembalian yang dihasilkan oleh manajemen dari modal yang disediakan oleh pemilik perusahaan. Dengan kata lain, ROE menunjukkan keuntungan yang akan dinikmati oleh pemilik saham.

Adanya pertumbuhan ROE menunjukkan prospek perusahaan yang semakin baik karena berarti adanya potensi peningkatan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Hal ini ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif dari perusahaan sehingga akan meningkatkan kepercayaan investor serta akan mempermudah manajemen perusahaan untuk menarik modal dalam bentuk saham. Apabila terdapat kenaikan permintaan saham suatu perusahaan, maka secara tidak langsung akan menaikkan harga saham tersebut di pasar modal.

Penelitian yang dilakukan oleh Yuniasih dan Wirakusuma (2006) dalam Kusumajaya (2011) menemukan bahwa kinerja keuangan yang diukur dengan *return on asset* berpengaruh positif secara statistik terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang lain yang mendukung adalah Sari (2005) membuktikan bahwa faktor-faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan adalah kepemilikan manajerial, rasio *leverage*, interaksi / *leverage* dengan investasi dan interaksi profitabilitas dengan investasi.

Sedangkan penelitian yang dilakukan Caringsih (2008) membuktikan bahwa ROA berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan sedangkan ROE berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### **2.3 Kerangka Konseptual Penelitian**

Tujuan suatu perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan atau kekayaan bagi pemegang saham. Memaksimalkan nilai perusahaan dinilai lebih tepat sebagai tujuan suatu perusahaan sebab memaksimalkan nilai perusahaan berarti memaksimalkan nilai sekarang dari semua keuntungan yang akan diterima oleh pemegang saham di masa yang akan datang. Menurut Sudana (2009: 7), nilai perusahaan tercemin dari harga saham yang stabil, yang dalam jangka panjang mengalami kenaikan harga saham yang semakin tinggi maka semakin tinggi pula nilai perusahaan.

Terdapat banyak faktor yang dapat menentukan nilai perusahaan, salah satunya adalah profitabilitas perusahaan. Brigham dan Houston (2012: 146) mendefinisikan profitabilitas sebagai hasil akhir dari seluruh kebijakan keuangan dan keputusan operasional perusahaan. Apabila profitabilitas perusahaan baik maka para stakeholders yang terdiri dari kreditur, supplier, dan juga investor akan melihat sejauh mana perusahaan dapat menghasilkan laba dari penjualan dan investasi perusahaan. Dengan semakin baiknya kinerja perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh



Soliha dan Taswan (2002) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Yunita (2011) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Mahendra (2011) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Demikian halnya dengan tingkat profitabilitas perusahaan dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor namun pada penelitian ini, penulis hanya akan menggunakan 3 faktor seperti:

- 1) Struktur Modal Perusahaan,
- 2) Pertumbuhan Perusahaan, dan
- 3) Kebijakan Dividen Perusahaan.

Teori struktur modal bertujuan memberikan landasan berpikir dalam menetapkan atau memutuskan struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal dapat dikatakan optimal jika pada tingkat risiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan yang maksimal. Keputusan struktur modal pada suatu perusahaan merupakan hal yang penting. Pentingnya struktur modal ini disebabkan adanya pilihan kebutuhan antara memaksimalkan *return* (meminimalkan biaya modal) dengan kemampuan perusahaan dalam menghadapi lingkungan bisnis yang kompetitif. Pada umumnya, suatu perusahaan dapat memilih alternatif struktur modal. Persoalannya adalah apakah perusahaan menggunakan hutang yang besar atau hanya menggunakan hutang yang sangat kecil. Penelitian yang dilakukan oleh Denise dan Robert (2009) menemukan bahwa

strategi investasi yang berdasarkan kepemilikan modal dari dalam perusahaan (modal sendiri) memiliki hubungan positif terhadap profitabilitas perusahaan, artinya jika perusahaan memperoleh hasil yang lebih besar dari dana yang dipinjam daripada yang harus dibayar sebagai bunga, maka hasil pengembalian berupa profit untuk para pemilik akan meningkat. Penelitian yang dilakukan oleh Kusumasari *et al* (2009) menemukan bahwa pengaruh struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja keuangan dan penelitian yang dilakukan oleh Safieddine dan Titman (1997) menemukan bahwa kinerja keuangan perusahaan yang meningkat seiring dengan rekapitalisasi peningkatan *leverage*.

Pendekatan Modigliani dan Miller dalam kondisi ada pajak penghasilan perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat terus karena penggunaan hutang yang semakin besar. Tetapi perlu diingat bahwa bila sekarang dari *financial distress* dan nilai sekarang adalah *agency cost* dapat mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan yang memiliki *leverage* (Sartono, 2001: 246).

*Trade-off theory* menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, setiap jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, dengan asumsi titik target struktur modal optimal belum tercapai, maka berdasarkan *trade-off theory* memprediksi adanya hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan yang lebih besar dapat menghasilkan profitabilitas yang lebih besar, sebagai akibat dari peningkatan motivasi karyawan yang mengharapkan keuntungan yang lebih besar di masa depan, keuntungan yang dihasilkan dari ukuran perusahaan yang lebih besar. Greiner (1972) menyimpulkan bahwa pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas berada di atas segalanya dan tergantung pada kemampuan pemilik untuk memotivasi karyawan. Jika efek positif motivasi karyawan memiliki daya tarik yang lebih besar daripada efek negatif yang disebabkan oleh perubahan dalam hubungan kerja, pertumbuhan dapat berarti peningkatan profitabilitas perusahaan. Jika tidak, pertumbuhan dapat berarti penurunan profitabilitas perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan yang cepat menunjukkan semakin besarnya kebutuhan dana untuk ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai deviden tetapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. Potensi pertumbuhan ini dapat diukur dari besarnya biaya penelitian dan pengembangan. Semakin besar R&D cost-nya maka berarti ada prospek perusahaan untuk tumbuh (Sartono, 2001: 248). 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 yang merupakan indikator dari meningkatnya nilai perusahaan.

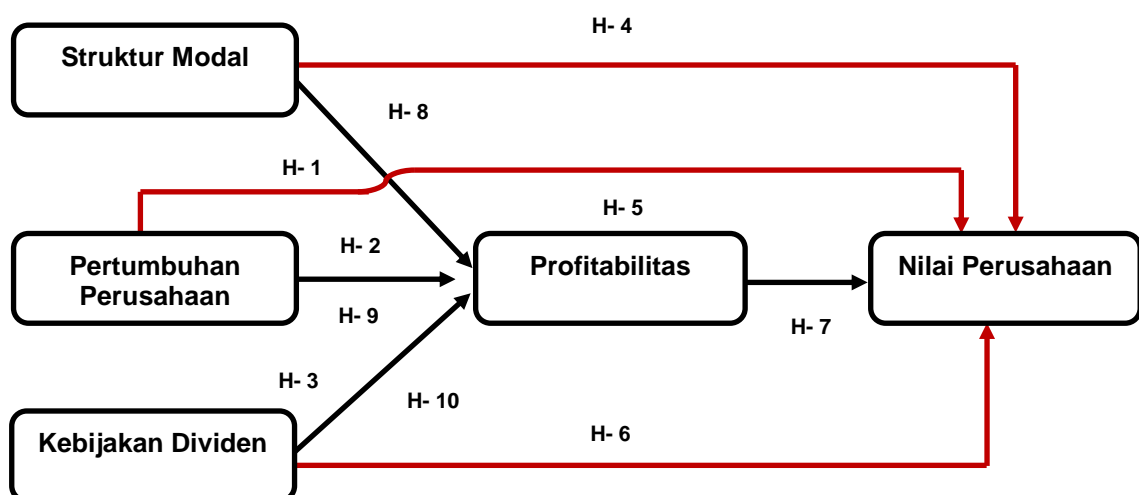
Keputusan kebijakan dividen suatu perusahaan adalah penting, cara bagaimana para manajer senior perusahaan membuat kebijakan dividen, apakah dengan mengikuti seperangkat pedoman tertentu atau strategi khusus dalam membuat keputusan ini akan berdampak pada nilai perusahaan. Hal ini juga dapat berdampak pada kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Lintner (1956) melakukan penelitian untuk menentukan bagaimana manajer senior (tingkat manajemen atas) merumuskan keputusan kebijakan dividen. Dia membuat estimasi model yang terdiri dari variabel-variabel berikut: stabilitas laba, pengeluaran pabrik dan peralatan, keinginan untuk menggunakan pendanaan eksternal, ukuran perusahaan, kepemilikan kelompok pengendali dan penggunaan dividen saham. Dari temuannya, ia menjelaskan bahwa sebagian besar manajer memandang pendapatan saat ini dan target tingkat pembayaran dividen (*dividend payout*) bersifat menentukan dalam membuat kebijakan dividen.

Profitabilitas disamping mempengaruhi nilai perusahaan, juga dapat mempengaruhi kebijakan dividen (Sunarto, 2004; Andriani, 2008) dan kesempatan investasi (Efendi, 2011; Kartikasari, 2011). Sujoko dan Soebiantoro (2007) menjelaskan bahwa profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang baik, terutama dalam memberikan dividen kepada para pemegang saham. Hasil penelitian

Sunarto (2004) dan Andriyani (2008) menemukan bukti bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Bajaj dan Vijh (1990) dalam penelitiannya yang menggunakan sampel dari periode tahun 1962 sampai dengan tahun 1987 menunjukkan bahwa tingkat hasil dividen memiliki pengaruh signifikan searah dengan pergerakan harga saham. Penelitian ini juga menemukan bukti bahwa pengaruh tingkat hasil dividen terhadap harga saham adalah kuat pada perusahaan dengan skala kecil. Hal ini disebabkan pasar relatif kurang memiliki informasi mengenai perusahaan dengan skala kecil, sehingga pengumuman pembayaran dividen merupakan informasi kunci bagi para pemegang saham. Dan dengan demikian, peningkatan harga saham merupakan indikator meningkatnya nilai perusahaan.

Kerangka konsep pada penelitian ini dalam bentuk gambar adalah sebagai berikut:



**Gambar 2.1 Kerangka Konseptual Penelitian**

## 2.4 Hipotesis

Berdasarkan pada kajian pustaka dan hasil penelitian empirik yang dilakukan sebelumnya, maka hipotesis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.
- 2) Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.
- 3) Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.
- 4) Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.
- 5) Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.
- 6) Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.
- 7) Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai

perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

- 8) Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.
- 9) Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.
- 10) Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

## BAB III METODE PENELITIAN

### 3.1. Definisi Operasional

Dalam penelitian ini, operasional variabel didefinisikan sebagai berikut:

#### 1) Profitabilitas (Y1)

Profitabilitas diukur dengan *return on equity* (ROE) adalah rasio antara laba bersih setelah pajak terhadap penyertaan modal sendiri pada 5 perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 - 2011. ROE menunjukkan seberapa besar perusahaan telah memperoleh dana dari dana yang diinvestasikan oleh pemegang saham. Satuan pengukuran ROE adalah dalam persentase:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\% \dots\dots\dots(3.1)$$

Pada penelitian ini variabel profitabilitas yang digunakan adalah ROE dan bukan GPM, NPM, OPROA, dan ROA atau keseluruhan variabel adalah untuk dapat melihat lebih jelas apakah penggunaan hutang jangka panjang sebagai sumber dana perusahaan akan serta merta mengganggu kepentingan para pemegang saham perusahaan (pemilik perusahaan). Penggunaan hutang jangka panjang sebagai sumber dana perusahaan akan mengubah struktur modal perusahaan, sehingga menjadi penting untuk mengetahui seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *return* bagi pemegang



saham biasa setelah memperhitungkan bunga (biaya hutang) dan biaya saham preferen. Selain itu, pertumbuhan ROE adalah indikator keutungan yang akan dinikmati oleh pemilik saham. Calon investor akan menangkap pertumbuhan ROE ini sebagai sinyal positif yang mendorong calon investor memutuskan membeli saham perusahaan.

## 2) Nilai Perusahaan (Y2)

Nilai perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV) adalah rasio antara harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham pada 5 perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 - 2011. Rasio ini digunakan untuk menilai suatu ekuitas berdasarkan nilai bukunya. Satuan pengukuran PBV adalah dalam persentase:

$$\text{PBV} = \frac{\text{Harga Pasar Per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}} \times 100\% \dots\dots\dots(3.2)$$

## 3) Struktur Modal (X1)

Struktur modal diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) adalah perbandingan total hutang yang dimiliki perusahaan dengan total ekuitas perusahaan pada 5 perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 - 2011. Satuan pengukuran DER adalah dalam persentase:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \times 100\% \dots\dots\dots(3.3)$$

#### 4) Pertumbuhan Perusahaan (X2)

Pertumbuhan perusahaan diukur dengan menggunakan perubahan total aktiva. Pertumbuhan aktiva adalah selisih total aktiva yang dimiliki perusahaan pada periode sekarang dengan periode sebelumnya terhadap total aktiva periode sebelumnya pada 5 perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 -2011. Satuan pengukuran perubahan total aktiva dalam persentase:

$$\text{Perubahan Total Aktiva} = \frac{\text{Total Aktiva t} - \text{Total Aktiva t-1}}{\text{Total Aktiva t-1}} \times 100\% \dots\dots\dots(3.4)$$

Pada penelitian ini data pertumbuhan perusahaan yang digunakan adalah data pertumbuhan perusahaan tahun sebelumnya (T – 1).

#### 5) Kebijakan Dividen (X3)

Kebijakan dividen diukur dengan *Dividen Payout Ratio* (DPR) adalah bagian tertentu dari laba bersih perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen pada 5 perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 - 2011. DPR menunjukkan seberapa besar laba tahun berjalan dibagikan kepada pemegang saham dan seberapa besar pertumbuhan modal perusahaan. Satuan pengukuran DPR adalah dalam persentase:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba Bersih Periode Yang Sama}} \times 100\% \dots\dots\dots(3.5)$$

Data kebijakan dividen yang digunakan pada penelitian ini adalah data

kebijakan dividen tahun sebelumnya ( $T - 1$ ).

### **3.2 Jangkauan Penelitian**

Penelitian dilakukan di Bursa Efek Indonesia dengan pengambilan data melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2007 - 2011 dengan situs internet: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

### **3.3 Data Yang Diperlukan**

Pada penelitian ini, data yang diperlukan adalah data keuangan dan informasi perusahaan dan lainnya seperti; Laporan Prospektus, Laporan Keuangan Triwulan, Laporan Keuangan Tahunan, Harga Saham dan Laporan Tahunan Perusahaan tahun 2007 – 2011 dari perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia yang dijadikan sebagai sampel penelitian. Data - data tersebut akan disajikan ulang sesuai dengan kebutuhan analisis data untuk dapat tiba kepada penyajian kesimpulan dan saran penelitian.

### **3.4 Populasi Dan Sampel**

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas: objek/subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Berdasarkan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dengan situs internet: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), per Juni 2013 terdapat sebanyak 13 perusahaan perkebunan kelapa sawit yang telah *go public* di Bursa Efek Indonesia.

Dalam upaya memenuhi kebutuhan analisa data untuk 5 tahun takwim maka penetapan sampling pada penelitian ini menggunakan pendekatan *Purposive Sampling* yaitu menetapkan sampel sumber data dengan pertimbangan tertentu (Sugiono, 2012: 301). Pertimbangan yang digunakan penulis dalam penelitian ini dalam menentukan sampel adalah sebagai berikut:

- 1) Perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia yang telah menerbitkan Laporan Keuangan serta informasi lainnya ke publik dan telah menghasilkan laba secara berkelanjutan pada tahun 2007 - 2011.
- 2) Perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia yang memiliki luas perkebunan kelapa sawit  $\geq 75.000$  Hektar pada tahun 2007 - 2011. Hal ini ditetapkan untuk mendapat kecenderungan yang sama berdasarkan skala ekonomi.
- 3) Perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia yang eksistensinya telah mendapat pengakuan nasional dan internasional pada tahun 2007 - 2011.

Pemenuhan ketiga kriteria ini dilakukan dengan hanya memilih 5 perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia sebagai sampel yaitu:

- 1) Astra Agro Lestari International Tbk (AALI).
- 2) PP London Sumatera Indonesia Tbk (LSIP).
- 3) SMART Tbk (SMAR).

4) Bakrie Sumatera Plantations Tbk (UNSP).

5) Tunas Baru Lampung Tbk (TBLA).

### **3.5 Sumber Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari Laporan Prospektus, Laporan Keuangan Triwulan, Laporan Keuangan Tahunan, Harga Saham dan Laporan Tahunan Perusahaan Perkebunan tahun 2007 – 2011 dari perusahaan perkebunan yang dijadikan sebagai sampel penelitian dan di-*download* langsung oleh peneliti dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dengan situs internet: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

### **3.6 Instrumen Penelitian**

Karena data yang digunakan adalah data sekunder, maka tidak diperlukan pembuatan instrumen penelitian seperti pada data primer. Jadi instrumen yang digunakan adalah langsung diperoleh dari hasil pengukuran data yang bersumber dari database Bursa Efek Indonesia yang tersedia dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2007 - 2011.

### **3.7 Teknik Pengumpulan Data**

Data yang digunakan adalah data sekunder. Data sekunder umumnya berupa bukti, catatan, atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumenter) yang telah dipublikasikan. Data sekunder

dalam penelitian ini berupa *Return On Equity* (ROI), *Price Book Value* (PBV), *Debt To Equity Ratio* (DER), Pertumbuhan Total Aktiva, dan *Deviden Payout Ratio* (DPR), dimana data-data tersebut bersumber dari laporan keuangan 5 perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 - 2011 yang termuat dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2008 - 2012.

Cara pengumpulan data yang digunakan adalah dokumentasi, yaitu dengan cara mengumpulkan, mencatat, dan mengkaji data sekunder yang berupa Laporan Prospektus, Laporan Keuangan Triwulan, Laporan Keuangan Tahunan, Harga Saham dan Laporan Tahunan Perusahaan tahun 2007 – 2011 dari perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia yang dijadikan sebagai sampel penelitian.

### **3.8 Analisis Data**

Alat analisis menggunakan kerangka *path analysis* yang berkisar pada: pertama, apakah variabel eksogen ( $X_1, X_2, \dots, X_n$ ) berpengaruh terhadap variabel endogen  $Y_1$  dan  $Y_2$ . Kedua, berapa besar pengaruh kausal langsung, kausal tidak langsung dan kausal total variabel eksogen ( $X_1, X_2, \dots, X_n$ ) terhadap variabel endogen  $Y_1$  dan  $Y_2$ .

Model dekomposisi adalah salah satu model dalam *path analysis* yang menekankan pada pengaruh yang bersifat kausalitas antar variabel, baik pengaruh langsung maupun tidak langsung dalam kerangka *path analysis*, sedangkan hubungan yang bersifat non kausalitas atau

hubungan korelasional yang terjadi antar variabel eksogen tidak termasuk dalam perhitungan ini. Riduwan dan Sunarto (2012:146) mengatakan bahwa perhitungan menggunakan analisis jalur dengan model dekomposisi pengaruh kausal antar variabel dapat dibedakan menjadi tiga, yaitu:

1. *Direct causal effects* adalah pengaruh satu variabel eksogen terhadap variabel endogen yang terjadi tanpa melalui variabel endogen lain.
2. *Indirect causal effects* adalah pengaruh satu variabel eksogen terhadap variabel endogen yang terjadi melalui variabel endogen lain yang terdapat dalam satu model kausalitas yang sedang dianalisis.
3. *Total causal effects* adalah jumlah dari pengaruh langsung dan tidak langsung.

Langkah-langkah menguji *path analysis* dalam model dekomposisi adalah sebagai berikut (Riduwan dan Sunarto, 2012:148):

1. Membuat paradigma penelitian
2. Merumuskan masalah penelitian
3. Membuat model hipotesis

$$Y_1 = a + b X_1 + b X_2 + b X_3 + \epsilon_1$$

$$Y_2 = a + b X_1 + b X_2 + b X_3 + b Y_1 + \epsilon_2$$

Di mana:

$X_1$  adalah struktur modal

$X_2$  adalah pertumbuhan perusahaan

$X_3$  adalah kebijakan deviden

$Y_1$  adalah profitabilitas perusahaan

$Y_2$  adalah nilai perusahaan

4. Pengujian hipotesis secara parsial (individu)

Uji secara individual sub struktur (1) dan sub struktur (2) dengan menggunakan Uji T-test dan Uji Asumsi Klasik.

**Uji T-test**; Pengujian secara parsial digunakan terhadap variabel untuk menguji apakah setiap koefisien regresi eksogen (dependen) mempunyai pengaruh atau tidak terhadap variabel endogen (independen). Hipotesis yang dapat dihitung dengan menggunakan rumus Uji T-test adalah sebagai berikut:

$H_0$  = masing-masing variabel eksogen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel endogen.

$H_a$  = masing-masing variabel eksogen berpengaruh signifikan terhadap variabel endogen.

Uji ini dilakukan dengan membandingkan nilai  $t_{hitung}$  dengan  $t_{tabel}$ . Keputusan dapat diambil berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan kriteria sebagai berikut:

a) Jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$  ( $\alpha = 0,05$ ;  $df_{n-k}$ ), maka  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima.

b) Jika  $t_{hitung} < t_{tabel}$  ( $\alpha = 0,05$ ;  $df_{n-k}$ ), maka  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak.

**Uji Asumsi Klasik**; pada analisis jalur dilakukan uji asumsi klasik karena analisis jalur juga merupakan perluasan dari regresi liner berganda. Uji asumsi klasik dilakukan agar model *path analysis* pada penelitian ini signifikan dan representatif. Uji Asumsi Klasik pada



penelitian ini menggunakan Uji Multikolinieritas, Heteroskedastisitas dan Autokorelasi.

a) Uji Multikolinieritas; mempunyai arti bahwa antara variabel independen yang terdapat dalam model memiliki hubungan yang sempurna/mendekati sempurna atau koefisien korelasinya tinggi. Dampak dari multikolinieritas adalah tidak tentu atau kesalahan standarnya tidak terhingga. Kondisi ini akan menimbulkan bias dalam estimasi. Model regresi yang baik adalah jika terjadi korelasi antar variabel. Pengujian ada tidaknya multikolinieritas dapat dilakukan dengan membandingkan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dengan batas maksimum nilai VIF (VIF maksimum adalah 5) dan apabila nilai VIF-nya lebih besar dari 5 maka dapat disimpulkan terjadi multikolinieritas.

b) Uji Heteroskedastisitas; gejala heteroskedastisitas akan muncul jika variabel pengganggu ( $\epsilon_1$ ) memiliki varian yang berbeda dari suatu observasi ke observasi lainnya. Kehadiran heteroskedastisitas akan menyebabkan estimasi koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien. Uji gejala heteroskedastisitas dilakukan dengan metode grafik yaitu dengan melihat ada tidaknya pola tertentu terbentuk atau tergambar pada scatterplot. Keputusan terhadap ada tidaknya heteroskedastisitas dibuat berdasarkan grafik yang terbentuk atau tergambar pada scatterplot, yaitu;

1) Jika ada terbentuk atau tergambar pola tertentu pada scatterplot,

titik-titik yang ada pada scatterplot membentuk pola tertentu (bergelombang, melebar kemudian menyempit), dapat disimpulkan telah terjadi heteroskedastisitas.

2) Jika tidak ada terbentuk atau tergambar pola tertentu dengan jelas pada scatterplot, titik-titik menyebar di atas dan di bawah angk nol pada sumbu Y, dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

c Uji Autokorelasi; adalah suatu gejala adanya korelasi di antara semua variabel dari serangkaian observasi yang disusun menurut urutan waktu, dan juga adanya korelasi antar variabel pengganggu. Untuk menentukan suatu model regresi dilakukan uji Durbin-Watson (Uji  $D_w$ ) dengan ketentuan sebagai berikut:

**Tabel 3.1 Tabel Autokorelasi**

$D_w$	Kesimpulan
Kurang dari 1,08	Ada Autokorelasi
1,08 – 1,66	Tanpa Kesimpulan
1,66 – 2,34	Tidak Ada Korelasi
2,34 – 2,92	Tanpa Kesimpulan
Lebih dari 2,92	Ada Autokorelasi

Selanjutnya untuk mengetahui signifikansi analisis jalur maka Hipotesis penelitian yang akan diuji dirumuskan menjadi hipotesis statistik sebagai berikut;

$$H_a = \rho_{y1x1} \geq 0$$

$$H_0 = \rho_{y1x1} = 0,$$

Dalam bentuk kalimat adalah sebagai berikut;

$H_a$  = Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas.

$H_0$  = Struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas.

Uji ini dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas 0,05 dengan nilai probabilitas Sig dengan dasar pengambilan keputusan sebagai berikut:

1. Jika signifikansi  $t < \alpha$  (0,05) maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, artinya signifikan.
  2. Jika signifikansi  $t > \alpha$  (0,05) maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, artinya tidak signifikan.
6. Membuat diagram hubungan kausal empiris antar variabel penelitian dan memaknai hasil analisis jalur.
  7. Pengaruh langsung pada penelitian ini dapat dinyatakan sebagai berikut:
    1. Pengaruh langsung (tanpa variabel *intervening*) struktur modal ( $X_1$ ) terhadap profitabilitas ( $Y_1$ ) =  $\beta_1$ .
    2. Pengaruh langsung (tanpa variabel *intervening*) pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ) terhadap profitabilitas ( $Y_1$ ) =  $\beta_2$ .
    3. Pengaruh langsung (tanpa variabel *intervening*) kebijakan deviden ( $X_3$ ) terhadap profitabilitas ( $Y_1$ ) =  $\beta_3$ .

4. Pengaruh langsung (tanpa variabel *intervening*) struktur modal (X1) terhadap nilai perusahaan (Y2) =  $\beta_4$ .
5. Pengaruh langsung (tanpa variabel *intervening*) pertumbuhan perusahaan (X2) terhadap nilai perusahaan (Y2) =  $\beta_5$ .
6. Pengaruh langsung (tanpa variabel *intervening*) kebijakan dividen (X3) terhadap nilai perusahaan (Y2) =  $\beta_6$ .
7. Pengaruh langsung (tanpa variabel *intervening*) profitabilitas (Y1) terhadap nilai perusahaan (Y2) =  $\beta_7$ .

Dan untuk pengaruh tidak langsung penelitian ini dapat dihitung dengan cara sebagai berikut:

1. Pengaruh tidak langsung (dengan variabel *intervening*) struktur modal (X1) terhadap nilai perusahaan (Y2) melalui profitabilitas (Y1) =  $\beta_1 \times \beta_7$ .
2. Pengaruh tidak langsung (dengan variabel *intervening*) pertumbuhan perusahaan (X2) terhadap nilai perusahaan (Y2) melalui profitabilitas (Y1) =  $\beta_2 \times \beta_7$ .
3. Pengaruh tidak langsung (dengan variabel *intervening*) kebijakan dividen (X3) terhadap nilai perusahaan (Y2) melalui profitabilitas (Y1) =  $\beta_3 \times \beta_7$ .

Adapun *total effect* dalam penelitian ini, berdasarkan model diagram jalur tersebut akan diperoleh sebagai berikut:

1. *Total effect* struktur modal (X1) adalah penjumlahan pengaruh langsung struktur modal (X1) terhadap nilai perusahaan (Y2)

dengan pengaruh tidak langsung struktur modal (X1) terhadap nilai perusahaan (Y2) melalui profitabilitas (Y1) dengan rumusan matematis =  $\beta_4 + (\beta_1 \times \beta_7)$ .

2. *Total effect* pertumbuhan perusahaan adalah penjumlahan pengaruh langsung pertumbuhan perusahaan (X2) terhadap nilai perusahaan (Y2) dengan pengaruh tidak langsung pertumbuhan perusahaan (X2) terhadap nilai perusahaan (Y2) melalui profitabilitas (Y1) dengan rumusan matematis =  $\beta_5 + (\beta_2 \times \beta_7)$ .
3. *Total effect* kebijakan dividen adalah adalah penjumlahan pengaruh langsung kebijakan dividen (X3) terhadap nilai perusahaan (Y2) dengan pengaruh tidak langsung kebijakan dividen (X3) terhadap nilai perusahaan (Y2) melalui profitabilitas (Y1) dengan rumusan matematis =  $\beta_6 + (\beta_3 \times \beta_7)$ .

## BAB IV

### GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN

Penelitian ini terfokus pada perusahaan-perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2007 – 2011. Jumlah perusahaan perkebunan kelapa sawit yang menjadi objek penelitian ini terdiri dari 5 perusahaan yaitu sebagai berikut:

#### 4.1 PT ASTRA AGRO LESTARI INTERNATIONAL Tbk (AALI)

PT Astra Agro Lestari International Tbk (AALI) adalah perusahaan perkebunan kelapa sawit yang pada tahun 2011 telah berusia 31 Tahun atau sudah berusia tiga dasawarsa lebih. Pada awalnya PT Astra International Tbk membangun unit usaha ubi kayu seluas 2.000 hektar. Seiring dengan pertumbuhan permintaan akan karet yang semakin tinggi, perkebunan ubi kayu ini dikonversi menjadi perkebunan karet.

Menyadari bahwa prospek perkebunan kelapa sawit sangat menjanjikan, perseroan kemudian masuk ke bisnis perkebunan kelapa sawit. Pada tahun 1984, PT Astra International Tbk mengakuisisi PT Tunggal Perkasa Plantations yang telah memiliki luas lahan perkebunan kelapa sawit seluas 15.000 hektar di propinsi Riau. Kebijakan ini memiliki dampak yang positif terhadap perkembangan unit bisnis perkebunan sawit. Akhirnya, PT Astra International Tbk memutuskan menjadikan unit bisnis perkebunan kelapa sawit sebagai entitas bisnis yang baru dengan nama baru PT Suryaraya Cakrawala pada 3 Oktober 1988. PT Astra Agro

Lestari mencatatkan sahamnya untuk pertama kalinya di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES) pada 9 Desember 1997, dan saat ini BEJ dan BES telah menyatu menjadi Bursa Efek Indonesia. Pada penawaran saham perdananya (*Initial Public Offering/IPO*), perseroan menawarkan 125.800.000 lembar saham kepada publik dengan harga Rp 1.550 per lembar saham.

Setelah 31 tahun beroperasi, PT Astra Agro Lestari International Tbk saat ini mengelola lahan perkebunan kelapa sawit seluas 266.706 hektar, yang terdiri dari kebun inti dan plasma (perkebunan rakyat) di Sumatera, Kalimantan dan Sulawesi dengan rata-rata usia tanaman 14 tahun. Pada tahun 2011 perseroan mengalami peningkatan produksi CPO yang diikuti dengan membaiknya harga jual baik di pasar domestik maupun di pasar global sehingga perseroan membukukan kinerja keuangan yang membaik. Harga jual rata-rata CPO pada tahun 2011 sebesar Rp 7.576/Kg, meningkat sebesar 7,8% dibandingkan dengan harga per Kg CPO pada tahun 2010. Kondisi ini memungkinkan perseroan membukukan laba yang diatribusikan kepada pemilik perseroan sebesar Rp 2,41 Triliun atau tumbuh sebesar 19,3% dibandingkan dengan tahun 2010.

Susunan Dewan Komisaris dan Dewan Direksi PT Astra Agro Lestari International Tbk pada tahun 2011 adalah sebagai berikut;

a) Dewan Komisaris;

- Presiden Komisaris : Prijono Sugiarto.

- Wakil Presiden Komisaris : Chiew Sin Cheok.
- Komisaris : Gunawan Geniusahardja.
- Komisaris : Simon Collier Dixon.
- Komisaris Independen : Patric Morris Alexander.
- Komisaris Independen : Harbrinderjit Singh Dillon.
- Komisaris Independen : Anugerah Pakerti.

b) Dewan Direksi;

- Presiden Direktur : Widya Wiryawan.
- Direktur : Bambang Palgoenadi.
- Direktur : Santosa.
- Direktur : Juddy Arrianto.
- Direktur : Joko Supriyono.
- Direktur : Jamal Abdul Naser.

Secara sederhana ikhtisar keuangan PT Astra Agro Lestari International Tbk per 31 Desember 2011 dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

**Tabel 4.1 Ikhtisar Keuangan PT Astra Agro Lestari International Tbk**  
(Dalam Jutaan Rupiah)

KETERANGAN	2011	2010
<b>HASIL - HASIL OPERASIONAL</b>		
Pendapatan Bersih	10,772,582	8,843,721
Pertumbuhan Pendapatan Bersih	21.80%	19.10%
Laba Kotor	3,934,908	3,609,349
Laba Bersih	2,498,565	2,103,652



POSISI KEUANGAN		
Modal Kerja Bersih	446,036	989,325
Total Aset	10,204,495	8,791,799
Total Liabilitas	1,778,337	1,334,542
Total Ekuitas	8,426,158	7,457,257

Data PT Astra Agro Lestari International Tbk yang dijadikan sebagai data analisis penelitian dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

**Tabel 4.2 Data PT Astra Agro Lestari International Tbk**

No.	Tahun	Perusahaan	Periode	PBV (Y2)	ROE (Y1)	DER (X1)	Pertumbuhan Perusahaan (X2; T -1)	DPR (X3 ; T - 1)
1	2007	AAL	Triwulan- I	25.57	0.09	0.21	0.16	1.30
2			Triwulan - II	29.73	0.23	0.30	0.17	1.23
3			Triwulan -III	30.97	0.39	0.41	0.14	1.06
4			Triwulan -IV (Tahunan)	50.63	0.50	0.28	0.10	0.84
5	2008	AAL	Triwulan- I	58.43	0.18	0.28	0.11	0.00
6			Triwulan - II	53.13	0.35	0.36	0.17	0.53
7			Triwulan -III	35.20	0.47	0.62	0.34	0.51
8			Triwulan -IV (Tahunan)	16.20	0.66	0.29	0.53	0.34
9	2009	AAL	Triwulan- I	25.23	0.04	0.27	0.71	0.00
10			Triwulan - II	33.63	0.14	0.30	0.59	0.62
11			Triwulan -III	41.23	0.21	0.24	0.58	0.72
12			Triwulan -IV (Tahunan)	44.47	0.28	0.18	0.22	0.58

13	2010	AAL	Triwulan- I	48.43	0.04	0.23	0.09	0.00
14			Triwulan - II	40.93	0.11	0.24	0.16	0.32
15			Triwulan -III	39.90	0.19	0.23	0.02	0.20
16			Triwulan -IV (Tahunan)	50.17	0.29	0.19	0.16	0.15
17	2011	AAL	Triwulan- I	44.17	0.08	0.22	0.17	0.00
18			Triwulan - II	46.83	0.14	0.20	0.03	1.15
19			Triwulan -III	42.87	0.18	0.26	0.09	0.60
20			Triwulan -IV (Tahunan)	43.70	0.24	0.17	0.16	0.51

#### 4.2 PT PP LONDON SUMATERA INDONESIA Tbk (LSIP)

PT PP London Sumatera Indonesia Tbk (LISP) berawal 105 tahun yang lalu yaitu pada tahun 1906 melalui inisiatif Harrisons & Crosfield Plc, perusahaan perkebunan yang berbasis di London. Perkebunan London - Sumatera yang kemudian lebih dikenal dengan nama "Lonsum", berkembang menjadi salah satu perkebunan terkemuka di dunia dengan lebih dari 100.000 Hektar perkebunan kelapa sawit, karet, kakao dan teh di empat pulau terbesar di Indonesia.

Di awal berdirinya, perseroan melakukan diversifikasi melalui penanaman karet, teh dan kakao. Di awal kemerdekaan Indonesia, Lonsum lebih memfokuskan usahanya pada tanaman karet, dan kemudian beralih ke kelapa sawit di era tahun 1980. Pada akhir dekade berikutnya, kelapa sawit telah menggantikan komoditas utama Lonsum. Lonsum memiliki perkebunan inti dan plasma di Sumatera, Jawa, Kalimantan dan Sulawesi, yang memanfaatkan keunggulan perseroan di

bidang penelitian dan pengembangan, keahlian di bidang agro – manajemen, serta tenaga kerja yang terampil dan professional. Lingkup usaha telah berkembang meliputi pemuliaan tanaman, penanaman, pemanenan, pengolahan, dan penjualan produk produk kelapa sawit, karet, kakao dan teh. Perseroan memiliki fasilitas pengolahan di Sumatera, Jawa, Kalimantan dan Sulawesi. Losum juga dikenal sebagai produsen benih bibit kelapa sawit yang berkualitas dan saat ini menjadi salah satu pendorong pertumbuhan perseroan.

Pada tahun 2009, Lonsum menjadi penghasil minyak sawit lestari (*Certified Sustainable Palm Oil*) setelah menerima sertifikasi *Rouitable on Sustainable Palm Oil* (RSPO) atas perkebunan dan pabrik kelapa sawit miliknya di Sumatera Utara. Perjalanan pengembangan minyak sawit lestari terus berlanjut ketika perkebunan dan pabrik kelapa sawit di Sumatera Selatan memperoleh sertifikasi RSPO pada tahun 2011. Saat ini, Lonsum merupakan salah satu penghasil minyak sawit lestari terbesar di Indonesia, dengan produksi sekitar 195.000 Ton minyak sawit lestari per tahunnya.

Pada tahun 1994, Horrisons & Crosfield menjual seluruh kepemilikan sahamnya di Lonsum kepada PT Pan London Sumatra Plantations (PPLS), yang kemudian mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES) pada tahun 1996. Pada awal bulan Oktober 2007, Indofood Agri Resources Ltd (IndoAgri), anak perusahaan PT Indofood Sukses Makmur Tbk menjadi pemegang saham

mayoritas perseroan melalui anak perusahaannya di Indonesia, PT Salim Ivomas Pratama Tbk (SMIP), sehingga perseroan menjadi bagian dari Grup Indofood. Pada bulan Desember 2010, IndoAgri melepaskan 8% kepemilikannya di Lonsum, yang mana 3,1% dijual ke SIMP. Pelepasan kepemilikan ini telah meningkatkan porsi saham investor publik menjadi sebesar 40,5% dari 35,6%. Pada tahun 2011 perseroan telah mengelola perkebunan kelapa sawit inti seluas 80.732 Hektar dan plasma seluas 32.500 Hektar. Dengan didukung oleh strategi usaha yang tepat serta keadaan lingkungan operasional yang mendukung pada tahun 2011 Lonsum mencatat laba yang dapat diatribusikan kepada pemilik perusahaan sebesar Rp 1,70 Triliun atau meningkat sebesar 64,7% dibanding tahun 2010 yang hanya sebesar Rp 1,03 Triliun.

Susunan Dewan Komisaris dan Dewan Direksi Lonsum pada tahun 2011 adalah sebagai berikut;

a) Dewan Komisaris;

- Presiden Komisaris : Edy Kusnadi Sariaatmadja.
- Wakil Presiden Komisaris : Franciscus Welirang.
- Komisaris : Axton Salim.
- Komisaris : Werianty Setiawan.
- Komisaris : Hendra Widjaja.
- Komisaris : Hans Ryan Adito.
- Komisaris Independen : Rachmat Soebiapradja.
- Komisaris Independen : Tengku Alwin Aziz.

- Komisaris Independen : Hans Kartikahadi.

b) Dewan Direksi;

- Presiden Direktur : Benny (Benny Tjoeng).

- Wakil Presiden Direktur : Gunadi

- Direktur : Tjhie The Fie (Thomas Tjhie).

- Direktur : Mark Julian Wakeford.

- Direktur : Moleonoto (Paulus Moleonoto).

- Direktur : Joefly Joesoef Bahroeny.

- Direktur : Bryan John Dyer.

- Direktur : Eddy Hariyanto.

- Direktur : Emmanuel Loe Soei Kim.

- Direktur : Sonny Lianto.

Secara sederhana ikhtisar keuangan PT PP London Sumatera Indonesia Tbk per 31 Desember 2011 dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

**Tabel 4.3 Ikhtisar Keuangan PT PP London Sumatera Indonesia Tbk**

(Dalam Jutaan Rupiah)

KETERANGAN	2011	2010
<b>HASIL - HASIL OPERASIONAL</b>		
Pendapatan Bersih	4,686,457	3,592,658
Pertumbuhan Pendapatan Bersih	30.45%	12.28%
Laba Kotor	2,362,319	1,771,414
Laba Bersih	1,701,513	1,033,329

POSISI KEUANGAN		
Modal Kerja Bersih	2,036,331	856,664
Total Aset	6,791,859	5,561,433
Total Liabilitas	952,435	1,007,328
Total Ekuitas	5,839,424	4,554,105

Data PT PP London Sumatera Indonesia Tbk yang dijadikan sebagai data analisis penelitian dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

**Tabel 4.4 Data PT PP London Sumatera Indonesia Tbk**

No	Tahun	Perusahaan	Periode	PBV (Y2)	ROE (Y1)	DER (X1)	Pertumbuhan Perusahaan (X2; T - 1)	DPR (X3; T - 1)
1	2007	LSIP	Triwulan- I	11.67	0.06	1.27	0.12	0.00
2			Triwulan - II	13.10	0.11	1.26	0.09	0.68
3			Triwulan -III	13.37	0.21	1.12	0.06	0.37
4			Triwulan -IV (Tahunan)	20.53	0.24	0.70	0.15	0.27
5	2008	LSIP	Triwulan- I	22.40	0.10	0.60	0.23	0.00
6			Triwulan - II	19.97	0.17	0.61	0.28	0.00
7			Triwulan -III	11.47	0.25	0.53	0.28	0.00
8			Triwulan -IV (Tahunan)	5.07	0.29	0.54	0.32	0.00
9	2009	LSIP	Triwulan- I	6.42	0.03	0.51	0.26	0.00
10			Triwulan - II	11.12	0.09	0.46	0.31	0.00
11			Triwulan -III	14.90	0.14	0.41	0.30	0.00
12			Triwulan -IV (Tahunan)	15.50	0.19	0.27	0.25	0.00

13	2010	LSIP	Triwulan- I	18.20	0.04	0.32	0.21	0.00
14			Triwulan - II	17.53	0.11	0.35	0.04	0.97
15			Triwulan -III	18.70	0.15	0.30	0.04	0.57
16			Triwulan -IV (Tahunan)	23.93	0.23	0.31	-0.01	0.39
17	2011	LSIP	Triwulan- I	10.82	0.07	0.16	0.05	0.00
18			Triwulan - II	4.80	0.18	0.28	0.13	0.68
19			Triwulan -III	4.53	0.24	0.18	0.11	0.44
20			Triwulan -IV (Tahunan)	4.55	0.29	0.16	0.15	0.28

### 4.3 PT SMART Tbk (SMAR)

PT Sinar Mas Agro Resources and Technology Tbk (SMAR) didirikan pada tahun 1962 di bawah bendera PT Maskapai Perkebunan Sumcana Padang Halaban. Pada tahun 1970 dikembalikan kepada pihak asing dan statusnya dikonversi menjadi PMA oleh pemerintah Indonesia. Pada tahun 1985 status perusahaan berubah menjadi PMDN berdasarkan Surat Keputusan Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM) No. 06/V/1985 tertanggal 28 Maret 1985. Pada tahun 1989 perseroan mengakuisisi (100%) dua perkebunan kelapa sawit yaitu PT Maskapai Perkebunan Leidong West Indonesia dan PT Perkebunan Panigoran dengan luas masing-masing secara berurut sebesar 1.879 Hektar dan

1.666 Hektar. Selanjutnya, perseroan ini juga mengakuisisi (100%) PT Maskapai Perkebunan Indorub Sumber Wadung dengan luas 1.052 Hektar.

Pada tahun 1991 perseroan mengganti nama menjadi PT Sinar Mas Agro Resources and Technology Corporation yang disingkat menjadi PT SMART Corporation. Pada tahun ini juga, perseroan mengakuisisi (100%) perkebunan teh yaitu PT Nirmala Agung dengan luas sebesar 450 Hektar, mengakuisisi (19%) perkebunan pisang yaitu PT Global Agronusa Indonesia, merger dengan perseroan pembuat minyak goreng, margarin dan mentega yaitu PT Mulyorejo Industrial Company dan juga mengakuisisi (25%) perusahaan transportasi yaitu PT Grahamas Indojava. Pada tahun 1992, perseroan mengakuisisi (100%) perusahaan perkebunan kelapa hibrida dan perusahaan perkebunan kelapa sawit yaitu PT Kunci Mas Wijaya dan PT Inti Gerakmaju serta mengakuisisi (49%) perkebunan kelapa sawit yaitu PT Tapian Nadenggan. Pada tahun yang sama perseroan juga mengakuisisi (50%) perusahaan pembuat minyak goreng yaitu PT Sinar Meadow International Indonesia.

Pada tahun 1997 PT SMART mendapat dua konsesi lahan di Kalimantan Timur dan mendirikan PT Sangatta Andalan Utama dan PT Matrasawit Sarana Sejahtera dengan luas sebesar 16.650 Hektar. Selanjutnya PT SMART melakukan joint venture dengan Super Air dari New Zealand dengan bendera PT Intersmart Corporation yang bergerak pada minuman ringan. Pada tahun 1999 PT SMART Corporation resmi



terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan namanya berubah menjadi PT SMART Tbk.

PT SMART Tbk adalah salah satu perusahaan publik produk konsumen berbasis kelapa sawit yang terintegrasi dan terbesar di Indonesia, dengan nilai penjualan bersih 31.7 Triliun dan Laba yang dapat diatribusikan kepada pemilik entitas induk sebesar Rp 1,8 Triliun pada tahun 2011. Aktivitas utama perseroan dimulai dari penanaman, pemanenan, pengolahan tandan buah segar (TBS), serta pemrosesan Minyak Mentah Kelapa Sawit atau *Crude Palm Oil* (CPO) menjadi produk industri dan konsumen seperti minyak goreng, margarin dan *shortening*. Perseroan telah menanam kebun kelapa sawit di Indonesia seluas 139.000 Hektar (terdiri dari inti dan plasma). Perseroan memiliki lima belas pabrik pengolahan TBS menjadi CPO dan Kernel Kelapa Sawit atau *Palm Kernel* (PK), dengan total kapasitas 3,9 Juta Ton per tahun.

CPO diproses lebih lanjut menjadi produk yang bernilai tambah, baik minyak curah, industri maupun bermerek melalui pabrik hilir dengan kapasitas 1,4 Juta Ton per tahun. PK juga diproses lebih lanjut di pabrik pengolahan inti sawit dengan kapasitas 444 Ribu Ton per tahun, menghasilkan minyak inti sawit dan *palm kernel meal* yang memiliki nilai lebih tinggi. PT SMART Tbk juga mendistribusikan, memasarkan dan mengekspor produk konsumen berbasis kelapa sawit. Selain minyak curah dan minyak industri, produk turunan PT SMART Tbk juga dipasarkan dengan berbagai merek, seperti Filma dan Kunci Mas. Saat

ini, merek-merek tersebut diakui kualitasnya dan memiliki pangsa pasar yang signifikan di segmennya masing-masing di Indonesia.

Susunan Dewan Komisaris dan Dewan Direksi PT SMART Tbk pada tahun 2011 adalah sebagai berikut;

a) Dewan Komisaris;

- Presiden Komisaris : Franky Oesman Widjaja.
- Wakil Presiden Komisaris : Muktar Widjaja.
- Wakil Presiden Komisaris : Simon Lim.
- Komisaris : Rachmad Gobel.
- Komisaris : Rafael Buhay Concepcion, Jr.
- Komisaris Independen : Prof. DR. Teddy Pawitra.
- Komisaris Independen : DR. Susiyati B. Hirawan.
- Komisaris Independen : Hj. Ryani Soedirman.

b) Dewan Direksi;

- Presiden Direktur : Jo Daud Dharsono.
- Wakil Presiden Direktur : Budi Wijana.
- Wakil Presiden Direktur : Edy Saputra Suradja.
- Direktur : H. Uminto.
- Direktur : Dr. Ir. Gianto Widjaja.
- Direktur : Jimmy Pramono.

Secara sederhana ikhtisar keuangan PT SMART Tbk per 31 Desember 2011 dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

**Tabel 4.5 Ikhtisar Keuangan PT SMART Tbk**

(Dalam Jutaan Rupiah)

KETERANGAN	2011	2010
<b>HASIL - HASIL OPERASIONAL</b>		
Pendapatan Bersih	31,676,000	20,265,000
Pertumbuhan Pendapatan Bersih	56.31%	42.70%
Laba Kotor	7,522,000	3,137,000
Laba Bersih	1,785,000	1,261,000
<b>POSISI KEUANGAN</b>		
Modal Kerja Bersih	3,692,000	2,131,000
Total Aset	14,722,000	12,476,000
Total Liabilitas	7,386,000	6,642,000
Total Ekuitas	7,336,000	5,834,000

Data PT SMART Tbk yang dijadikan sebagai data analisis penelitian dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

**Tabel 4.6 Data PT SMART Tbk**

No	Tahun	Perusahaan	Periode	PBV (Y2)	ROE (Y1)	DER (X1)	Pertumbuhan Perusahaan (X2; T - 1)	DPR (X3; T - 1)
1	2007	SMAR	Triwulan - I	18.17	0.07	0.98	0.22	0.00
2			Triwulan - II	18.13	0.17	1.12	0.10	0.00
3			Triwulan - III	21.04	0.24	1.20	0.11	0.00
4			Triwulan -IV (Tahunan)	27.50	0.28	1.29	0.16	0.00

5	2008	SMAR	Triwulan- I	48.50	0.11	1.28	0.12	0.00
6			Triwulan - II	36.67	0.24	1.06	0.35	0.26
7			Triwulan -III	20.46	0.29	1.05	0.44	0.16
8			Triwulan -IV (Tahunan)	7.72	0.23	1.14	0.52	0.13
9	2009	SMAR	Triwulan- I	8.13	0.00	1.17	0.64	0.00
10			Triwulan - II	14.75	0.04	1.17	0.48	0.01
11			Triwulan -III	16.21	0.12	1.25	0.38	0.01
12			Triwulan -IV (Tahunan)	13.75	0.16	1.10	0.24	0.01
13	2010	SMAR	Triwulan- I	15.13	0.08	0.83	0.14	0.00
14			Triwulan - II	17.71	0.10	0.98	0.11	0.00
15			Triwulan -III	20.33	0.14	1.01	0.04	0.00
16			Triwulan -IV (Tahunan)	25.08	0.22	1.11	0.02	0.69
17	2011	SMAR	Triwulan- I	25.67	0.09	1.05	-0.05	0.00
18			Triwulan - II	32.83	0.16	1.05	0.01	0.00
19			Triwulan -III	33.08	0.21	0.98	0.03	0.29
20			Triwulan -IV (Tahunan)	32.42	0.24	1.01	0.22	0.17

#### 4.4 PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk (UNSP)

PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk (UNSP) berawal dari NV Nederlandsch Amerikaansche yang didirikan pada tahun 1962. Pada tahun 1957 berganti nama menjadi PT United States Rubber Sumatera Plantations (USRSP) setelah diakuisisi Uniroyal Inc. Dari tahun 1965 - 1967 USRSP dinasionalisasi oleh pemerintah Indonesia. Pada tahun 1985 USRSP berganti nama menjadi PT Uniroyal Sumatera Plantations. Pada tahun 1986, Grup Bakrie mengakuisisi (100%) PT Uniroyal Sumatera

Plantations dan pada tahun 1992 perseroan berganti nama menjadi PT Bakrie Sumatera Plantations (BSP).

Tahun 1990 merupakan tahun bersejarah bagi BSP karena pada tahun tersebut BSP melakukan penawaran saham perdananya di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya dengan harga nominal Rp 1.000 per lembar saham. Pada tahun 1997 perseroan melakukan *stock split* 2 : 1 dan mengubah harga nominal saham menjadi Rp 500 per lembar saham sebagai bentuk penyesuaian dengan ketentuan Undang-undang Perseroan Terbatas dan nama perseroan diganti menjadi PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk. Pada tahun 2004 perseroan kembali melakukan *stock split* 5 : 1 yang diikuti perubahan harga nominal saham menjadi Rp 100 per lembar saham. Pada tahun 2007 perseroan kembali melakukan penawaran umum terbatas ke II, jumlah saham yang beredar menjadi 3.787.875.000 lembar saham.

Pada tahun 2008 perseroan melakukan pembelian kembali (*buy back*) saham UNSP sebanyak 6.100.000 saham. Pada tahun 2010 perseroan kembali melakukan penawaran umum terbatas III dan jumlah saham yang beredar menjadi 13.553.772.676 lembar saham. Pada tahun yang sama perseroan mulai memasuki usaha oleokimia dan mencanangkan rencana strategis baru.

Pada tahun 1992 perseroan melakukan konversi sebahagian lahan perkebunan karet menjadi perkebunan kelapa sawit. Semenjak tahun ini perseroan mulai menekuni perkebunan kelapa sawit dalam bentuk inti dan

plasma. Pada tahun 2011 perseroan mengelola perkebunan kelapa sawit dan karet dengan total luas tertanam sebesar 122.559 Hektar yang didukung 8 pabrik minyak sawit, 4 pabrik pengolahan karet alam dan 1 pabrik oleokimia dan sedang mengembangkan lebih lanjut fasilitas produksi pabrik oleokimia. Pada tahun 2011 total penjualan perseroan mencapai Rp 4,37 Triliun, meningkat 48,56% dibandingkan tahun 2010. Pada tahun 2011 perseroan mencatat laba kotor sebesar Rp 1.795,30 Miliar meningkat sebesar 40,40% dari Rp 1.278,69 Miliar pada tahun 2010. EBITDA meningkat 27,88% menjadi Rp 1.481,26 Miliar dari Rp 1.158,36 Miliar pada tahun 2010.

Susunan Dewan Komisaris dan Dewan Direksi PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk pada tahun 2011 adalah sebagai berikut;

a) Dewan Komisaris;

- Presiden Komisaris : Soedjai Kartasasmita.
- Komisaris : Bobby Gafur S. Umar.
- Komisaris : Eddy Soeparno.
- Komisaris Independen : Prof. DR. Bungaran Saragih .
- Komisaris Independen : Prof. DR. Anton Apriyantono.

b) Dewan Direksi;

- Presiden Direktur : Ambono Janurianto.
- Direktur : Harry M. Nadir.
- Direktur : Bambang Aria Wisena.
- Direktur : Howard J. Sargent.

- Direktur : M. Iqbal Zainuddin.
- Direktur : Rudi Sarwono.

Secara sederhana ikhtisar keuangan PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk per 31 Desember 2011 dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

**Tabel 4.7 Ikhtisar Keuangan PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk**

(Dalam Jutaan Rupiah)

KETERANGAN	2011	2010
<b>HASIL - HASIL OPERASIONAL</b>		
Pendapatan Bersih	4,367,081	2,939,628
Pertumbuhan Pendapatan Bersih	48.56%	26.42%
Laba Kotor	1,795,300	1,278,691
Laba Bersih	745,501	808,694
<b>POSISI KEUANGAN</b>		
Modal Kerja Bersih	-2,074,241	-1,554,326
Total Aset	18,702,295	18,498,498
Total Liabilitas	9,644,733	9,955,000
Total Ekuitas	9,057,562	8,543,498

Data PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk yang dijadikan sebagai data analisis penelitian dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

Tabel 4.8 Data PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk

No Urut	Tahun	Perusahaan	Periode	PBV (Y2)	ROE (Y1)	DER (X1)	Pertumbuhan Perusahaan (X2; T - 1)	DPR (X3; T - 1)
1	2007	UNSP	Triwulan- I	10.97	0.03	2.45	0.19	0.00
2			Triwulan - II	14.93	0.11	2.35	0.21	0.26
3			Triwulan -III	16.07	0.06	0.76	0.19	0.15
4			Triwulan -IV (Tahunan)	21.55	0.10	0.81	0.43	0.12
5	2008	UNSP	Triwulan- I	22.85	0.06	0.73	0.66	0.00
6			Triwulan - II	18.13	0.12	0.78	0.60	0.47
7			Triwulan -III	10.53	0.16	0.75	1.84	0.26
8			Triwulan -IV (Tahunan)	2.58	0.07	0.90	1.42	0.17
9	2009	UNSP	Triwulan- I	2.93	-0.06	1.03	0.94	0.00
10			Triwulan - II	6.70	0.05	0.96	1.05	0.20
11			Triwulan -III	8.50	0.09	0.93	0.18	0.14
12			Triwulan -IV (Tahunan)	6.50	0.09	0.90	0.08	0.37
13	2010	UNSP	Triwulan- I	5.28	0.01	0.59	0.08	0.00
14			Triwulan - II	4.18	0.01	1.03	0.07	0.25
15			Triwulan -III	3.07	0.03	0.92	0.07	0.14
16			Triwulan -IV (Tahunan)	3.52	0.09	1.20	0.08	0.13
17	2011	UNSP	Triwulan- I	3.50	0.03	1.17	1.56	0.00
18			Triwulan - II	4.18	0.05	2.19	2.10	0.34
19			Triwulan -III	3.63	0.08	1.11	1.94	0.14
20			Triwulan -IV (Tahunan)	2.83	0.08	1.06	2.65	0.04

#### 4.5 PT Tunas Baru Lampung Tbk (TBLA)

PT Tunas Baru Lampung Tbk (TBLA) merupakan anak perusahaan dari kelompok usaha Sungai Budi yang didirikan pada tahun



1947. Pada awalnya perseroan bergerak di bidang perdagangan selanjutnya kelompok usaha ini mengembangkan usahanya ke bidang produksi dan distribusi produk tepung tapioka dan produk turunannya seperti asam sitrat dan asam sulfat, serta produksi dan distribusi minyak goreng, produksi beras dan produk turunannya seperti tepung beras dan bihun, distribusi rokok kretek dan property. Semenjak tahun 1970 kelompok usaha Sungai Budi mulai bergerak sebagai produsen dan distributor minyak goreng. Pada saat ini kelompok usaha ini mengoperasikan pabrik minyak goreng yang berlokasi di Lampung dan Sumatera Selatan. Pada awalnya bahan baku produksi diperoleh dari produsen-produsen *Crude Palm Oil* (CPO). Sehubungan dengan perkembangannya yang pesat sehingga dibutuhkan jumlah bahan baku dalam jumlah yang sangat besar. Untuk mendukung operasi pabrik dan menjamin ketersediaan bahan baku maka kelompok usaha Sunagai Budi mulai melakukan investasi pada perkebunan kelapa sawit dan pabrik CPO lewat satu perseroan.

Pada tahun 1990 perseroan telah membuka perkebunan kelapa sawit seluas 5.154 Hektar yang berlokasi di Terbanggi Besar Lampung. Pada tahun 1994 perseroan mengakuisisi 2 perusahaan perkebunan kelapa sawit yaitu PT Bumi Sentosa Abadi (BSA) dan PT Budi Dwiyasa Perkasa (BDP) dan 1 perusahaan perkebunan kelapa sawit dan kelapa hibrida yaitu PT Bangun Nusa Indah Lampung (BNIL). Pada tahun 2011 perseroan telah memiliki lahan perkebunan kelapa sawit seluas 100.000

Hektar (terdiri dari inti dan plasma).

Pada tahun 1999 perseroan melakukan penawaran umum perdana atas 140.385.000 lembar saham perusahaan dengan nominal Rp 500 per lembar saham. Pada tahun 2006 perseroan kembali melakukan penawaran umum terbatas sebanyak 3.230.774.400 lembar saham biasa dengan nilai nominal Rp 125 per lembar saham. Per 31 Desember 2011, 2010 dan 2009, seluruh saham perseroan secara berurut masing – masing sejumlah 4.942.098.939 lembar saham, 4.735.063.324 lembar saham dan 4.170.754.493 lembar saham dengan nilai nominal Rp 125 per lembar saham.

Pada tahun 2011 perseroan membukukan prestasi yang luar biasa, hal ini didorong oleh peningkatan harga jual CPO dan produk turunannya serta peningkatan produksi Tandan Buah Segar (TBS). Penjualan bersih pada tahun ini sebesar Rp 3,7 Triliun, mengalami peningkatan sebesar 26% dibandingkan dengan penjualan tahun 2010 yang hanya sebesar Rp 2,9 Triliun. Nominal penjualan ekspor mengalami peningkatan dari USD 251 Juta pada tahun 2010 menjadi USD 296 Juta pada tahun 2011 atau naik 18%. Perseroan menempuh kebijakan penjualan ekspor dan penjualan lokal dengan perbandingan 70% : 30%.

Susunan Dewan Komisaris dan Dewan Direksi PT Tunas Baru Lampung Tbk pada tahun 2011 adalah sebagai berikut;

a) Dewan Komisaris;

- Presiden Komisaris : Santoso Winata.

- Komisaris : Oey Albert.
- Komisaris Independen : Richtter Pane.
- b) Dewan Direksi;
  - Presiden Direktur : Widarto.
  - Wakil Presiden Direktur : Sudarmo Tasmin.
  - Direktur : Winoto Prajitno.
  - Direktur : Oey Alfred.
  - Direktur : Djunaidi Nur.

Secara sederhana ikhtisar keuangan PT Tunas Baru Lampung Tbk per 31 Desember 2011 dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

**Tabel 4.9 Ikhtisar Keuangan Tunas Baru Lampung Tbk**

(Dalam Jutaan Rupiah)

KETERANGAN	2011	2010
<b>HASIL - HASIL OPERASIONAL</b>		
Pendapatan Bersih	3,731,700	2,951,100
Pertumbuhan Pendapatan Bersih	26.45%	6.02%
Laba Kotor	1,242,900	641,000
Laba Bersih	421,100	248,100
<b>POSISI KEUANGAN</b>		
Modal Kerja Bersih	516,900	163,000
Total Aset	4,244,600	3,651,100
Total Liabilitas	2,637,300	2,409,500
Total Ekuitas	1,607,300	1,241,600

Data PT Tunas Baru Lampung Tbk yang dijadikan sebagai data analisis penelitian dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

Tabel 4.10 Data Tunas Baru Lampung Tbk

No.	Tahun	Perusahaan	Periode	PBV (Y2)	ROE (Y1)	DER (X1)	Pertumbuhan Perusahaan (X2; T - 1)	DPR (X3; T - 1)
1	2007	TBLA	Triwulan- I	2.53	0.00	1.27	-0.02	0.00
2			Triwulan - II	4.15	0.03	1.25	0.11	0.00
3			Triwulan -III	4.16	0.06	1.47	0.27	0.09
4			Triwulan -IV (Tahunan)	5.23	0.11	1.62	0.41	0.06
5	2008	TBLA	Triwulan- I	4.24	0.12	1.54	0.37	0.00
6			Triwulan - II	4.84	0.21	1.44	0.28	0.00
7			Triwulan -III	4.09	0.25	1.50	0.23	0.30
8			Triwulan -IV (Tahunan)	1.51	0.07	2.15	0.20	0.32
9	2009	TBLA	Triwulan- I	1.59	0.03	1.96	0.37	0.00
10			Triwulan - II	2.48	0.11	1.77	0.43	0.00
11			Triwulan -III	2.72	0.21	1.54	0.24	0.31
12			Triwulan -IV (Tahunan)	2.59	0.14	1.80	0.14	1.35
13	2010	TBLA	Triwulan- I	3.23	0.05	1.71	0.00	0.00
14			Triwulan - II	3.03	0.08	1.70	-0.04	0.00
15			Triwulan -III	2.99	0.10	1.67	0.03	0.00
16			Triwulan -IV (Tahunan)	3.32	0.20	1.95	-0.01	0.24
17	2011	TBLA	Triwulan- I	3.29	0.12	1.64	0.05	0.00
18			Triwulan - II	4.35	0.20	1.50	0.06	0.10
19			Triwulan -III	5.28	0.23	1.56	0.12	0.07
20			Triwulan -IV (Tahunan)	4.91	0.26	1.64	0.31	0.19

## BAB V

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

#### 5.1 Analisis Penelitian

##### 5.1.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran umum tentang objek penelitian yang dijadikan sampel. Penjelasan data melalui statistik deskriptif diharapkan memberikan gambaran awal tentang masalah yang diteliti. Statistik deskriptif difokuskan pada nilai rata-rata (*mean*) dan standar deviasi. Statistik deskriptif selengkapnya dapat dilihat pada tabel 5.1 di bawah ini.

**Tabel 5.1** Tabel Statistik Deskriptif Variabel Nilai Perusahaan, Profitabilitas, Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan dan Kebijakan Dividen Sampel Perusahaan Perkebunan Kelapa Sawit Yang *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia.

Variabel	N	Mean	Standar Deviasi
Nilai Perusahaan	100	17,6623	14,9862
Struktur Modal	100	0,9298	0,5717
Pertumbuhan Perusahaan	100	0,3224	0,4619
Kebijakan Dividen	100	0,2327	0,3219
Profitabilitas	100	0,1507	0,1129

Nilai perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV) merupakan rasio harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Pada Tabel 5.1 dapat dilihat bahwa nilai rata-rata nilai perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI tahun 2007 –

2011 sebesar 17,6623% dan standar deviasi sebesar 14,9861% dimana nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Kondisi ini menunjukkan tidak adanya fluktuasi nilai perusahaan yang besar pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI pada tahun 2007 - 2011.

*Debt To Equity Ratio* (DER) merupakan rasio antara total hutang dengan penyertaan modal sendiri. Pada Tabel 5.1 dapat dilihat bahwa nilai rata-rata DER perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI tahun 2007 – 2011 sebesar 0,9298% dan standar deviasi sebesar 0,5717% dimana nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Kondisi ini menunjukkan tidak adanya fluktuasi nilai DER yang besar pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI pada tahun 2007 – 2011.

Pertumbuhan perusahaan (TUMB) merupakan rasio antara total aktiva tahun berjalan dikurangi total aktiva tahun sebelumnya dengan total aktiva tahun sebelumnya. Pada Tabel 5.1 dapat dilihat bahwa nilai rata-rata TUMB perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI tahun 2007 – 2011 sebesar 0,3224% dan standar deviasi sebesar 0,4619% dimana nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-ratanya. Kondisi ini menunjukkan adanya fluktuasi nilai TUMB yang besar pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI pada tahun 2007 – 2011.

*Deviden Payout Ratio* (DPR) merupakan rasio antara bagian tertentu dari laba bersih perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang

saham dalam bentuk deviden dengan laba bersih perusahaan pada periode yang sama. Pada Tabel 5.1 dapat dilihat bahwa nilai rata-rata DPR perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI tahun 2007 – 2011 sebesar 0,2327% dan standar deviasi sebesar 0,3219% dimana nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-ratanya. Kondisi ini menunjukkan adanya fluktuasi nilai DPR yang besar pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI pada tahun 2007 – 2011.

*Return On Equity* (ROE) merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak dengan penyertaan modal sendiri. Pada Tabel 5.1 dapat dilihat bahwa nilai rata-rata nilai perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI tahun 2007 – 2011 sebesar 0,1507% dan standar deviasi sebesar 0,1129% dimana nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Kondisi ini menunjukkan tidak adanya fluktuasi nilai ROE yang besar pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI pada tahun 2007 – 2011.

### **5.1.2 Pengujian**

Pengujian hipotesis dengan beberapa model dilakukan untuk memastikan bahwa variabel-variabel yang digunakan sudah memenuhi persyaratan.

### 5.1.2.1 Uji T-test Dan Uji Signifikansi Hipotesis Penelitian Secara

#### Parsial

Pengujian secara parsial ini (Uji T-test) digunakan terhadap masing-masing variabel untuk menguji apakah setiap koefisien regresi eksogen (independen) yaitu struktur modal ( $X_1$ ), pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ), dan kebijakan dividen perusahaan ( $X_3$ ) mempunyai pengaruh atau tidak terhadap variabel endogen (dependen) yaitu profitabilitas ( $Y_1$ ). Adapun hipotesis yang akan dihitung dengan menggunakan rumus uji T-test adalah sebagai berikut:

$H_0$  = masing-masing variabel eksogen tidak berpengaruh terhadap variable endogen.

$H_a$  = masing-masing variable eksogen berpengaruh terhadap variable endogen.

Uji ini dilakukan dengan membandingkan nilai  $t_{hitung}$  dengan  $t_{tabel}$ .

#### 5.1.2.1.1 Pengujian Persamaan Struktural (1)

$$Y_1 = a + b X_1 + b X_2 + b X_3 + \epsilon_1 \dots\dots\dots(1)$$

**Tabel 5.2 Pengujian Secara Parsial Terhadap Profitabilitas**

Coefficients <sup>a</sup>					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.173	.025		6.964	.000
DER	-.039	.019	-.197	-2.021	.046
TUMB	-.028	.023	-.114	-1.214	.228
DPR	.099	.034	.281	2.892	.005



Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.173	.025		6.964	.000
DER	-.039	.019	-.197	-2.021	.046
TUMB	-.028	.023	-.114	-1.214	.228
DPR	.099	.034	.281	2.892	.005

a. Dependent Variable: ROE

### 1) Hubungan Struktur Modal Dengan Profitabilitas

Untuk mengetahui apakah ada hubungan liner antara struktur modal dengan profitabilitas, maka dapat dilakukan langkah-langkah penentuan hipotesis sebagai berikut:

- a. Apabila  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, berarti ada hubungan liner antara struktur modal dengan profitabilitas.
- b. Apabila  $t_{hitung} < t_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, berarti tidak ada hubungan liner antara struktur modal dengan profitabilitas.

Tabel 5.2 menunjukkan bahwa nilai  $t_{hitung}$  struktur modal sebesar 2,021 sementara  $t_{tabel}$  dengan taraf signifikansi 0,05 dan *degree of freedom (df)* dengan ketentuan  $df = n - k - 1 = 100 - 4 - 1 = 95$  (dimana  $n$  adalah jumlah data observasi dan  $k$  adalah variable independen dan dependen) diperoleh nilai sebesar 1,661. Karena  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, yang berarti ada hubungan liner antara struktur modal dengan profitabilitas. Besarnya

pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas adalah 0,197 atau 19,7%.

### **Uji Hipotesis Pertama**

H1 : Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 - 2011.

Tabel 5.2 menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi dari struktur modal terhadap profitabilitas adalah sebesar - 0,197 dengan taraf signifikansi 0,046. Nilai koefisien regresi dan taraf signifikansi ini mengungkapkan bahwa pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas adalah negatif dan signifikan atau probabilitas *Sig* (0,046) < probabilitas 0,050. Hasil penelitian ini menerima hipotesis pertama yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Eefek Indonesia tahun 2007 - 2011.

## **2) Hubungan Pertumbuhan Perusahaan Dengan Profitabilitas**

Untuk mengetahui apakah ada hubungan liner antara pertumbuhan perusahaan dengan profitabilitas, maka dapat dilakukan langkah-langkah penentuan hipotesis sebagai berikut:

- a. Apabila  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, berarti ada hubungan liner antara pertumbuhan perusahaan dengan profitabilitas.

- b. Apabila  $t_{hitung} < t_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, berarti tidak ada hubungan liner antara pertumbuhan perusahaan dengan profitabilitas.

Tabel 5.2 menunjukkan bahwa nilai  $t_{hitung}$  pertumbuhan perusahaan sebesar 1,214 sementara  $t_{tabel}$  dengan taraf signifikansi 0,05 dan  $df = 95$  diperoleh nilai sebesar 1,661. Karena  $t_{hitung} < t_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, yang berarti tidak ada hubungan liner antara pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas. Besarnya pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas adalah 0,114 atau 11,4%.

### **Uji Hipotesis Ketiga**

H3 : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Tabel 5.2 menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi dari pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas adalah sebesar  $-0.114$  dengan dengan taraf signifikansi 0,228. Nilai koefisien regresi dan taraf signifikansi ini mengungkapkan bahwa pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas adalah negatif dan tidak signifikan atau probabilitas  $Sig (0,228) > probabilitas 0,050$ . Hasil penelitian ini menolak hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa

Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

### 3) Hubungan Kebijakan Dividen Perusahaan Dengan Profitabilitas

Untuk mengetahui apakah ada hubungan liner antara kebijakan dividen perusahaan dengan profitabilitas, maka dapat dilakukan langkah-langkah penentuan hipotesis sebagai berikut:

- a. Apabila  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, berarti ada hubungan liner antara kebijakan dividen perusahaan dengan profitabilitas.
- b. Apabila  $t_{hitung} < t_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, berarti tidak ada hubungan liner antara pertumbuhan perusahaan dengan profitabilitas.

Tabel 5.2 menunjukkan bahwa nilai  $t_{hitung}$  pertumbuhan perusahaan sebesar 2,892 sementara  $t_{tabel}$  dengan taraf signifikansi 0,05 dan  $df = 95$  diperoleh nilai sebesar 1,661. Karena  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, yang berarti ada hubungan liner antara kebijakan dividen perusahaan dengan profitabilitas. Besarnya pengaruh kebijakan dividen perusahaan terhadap profitabilitas adalah 0,281 atau 28,1%.

#### Uji Hipotesis Kelima

$H_5$  : Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Tabel 5.2 menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi dari kebijakan

dividen terhadap profitabilitas perusahaan adalah sebesar 0,281 dengan dengan taraf signifikansi 0,005. Nilai koefisien regresi dan nilai taraf signifikansi ini mengungkapkan bahwa pengaruh kebijakan dividen terhadap profitabilitas perusahaan adalah positif dan signifikan atau probabilitas *Sig* (0,005) < probabilitas 0,050. Hasil penelitian ini menerima hipotesis yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Pada persamaan struktural (1), variabel eksogen struktur modal ( $X_1$ ), pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ) dan kebijakan dividen perusahaan ( $X_3$ ) serta variable endogen profitabilitas ( $Y_1$ ) mempunyai pengaruh langsung sebagaimana tertuang pada tabel 5.2, sehingga penulisan persamaan (1) menjadi:

$$Y_1 = -0,197 X_1 - 0,114 X_2 + 0,281 X_3 + 0,909 \epsilon_1$$

Mengacu kepada model persamaan struktural tersebut dapat disajikan interpretasi sebagai berikut:

- a. Koefisien struktur modal ( $X_1$ ) sebesar - 0,197 memiliki arti bahwa setiap peningkatan variabel struktur modal ( $X_1$ ) satu satuan akan diikuti oleh penurunan variable profitabilitas ( $Y_1$ ) sebesar 0,197 satuan dengan asumsi variabel eksogen lainnya tetap. Koefisien bernilai negatif menunjukkan adanya hubungan negatif antara struktur modal ( $X_1$ ) dengan profitabilitas ( $Y_1$ ), dimana peningkatan nilai struktur modal ( $X_1$ )

akan diikuti oleh penurunan nilai profitabilitas ( $Y_1$ ) atau dapat dinyatakan bahwa struktur modal ( $X_1$ ) berlawanan arah dengan profitabilitas ( $Y_1$ ).

- b. Koefisien pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ) sebesar - 0,114 memiliki arti bahwa setiap peningkatan variabel pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ) satu satuan akan diikuti oleh penurunan variabel profitabilitas ( $Y_1$ ) sebesar 0,114 satuan dengan asumsi variabel eksogen lainnya tetap. Koefisien bernilai negatif menunjukkan adanya hubungan negatif antara pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ) dengan profitabilitas ( $Y_1$ ), dimana peningkatan nilai pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ) akan diikuti oleh penurunan nilai profitabilitas ( $Y_1$ ) atau dapat dinyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ) berlawanan arah dengan profitabilitas ( $Y_1$ ).
- c. Koefisien kebijakan dividen perusahaan ( $X_3$ ) sebesar 0,281 memiliki arti bahwa setiap peningkatan variabel kebijakan dividen perusahaan ( $X_3$ ) satu satuan akan diikuti oleh peningkatan variabel profitabilitas ( $Y_1$ ) sebesar 0,281 satuan dengan asumsi variabel eksogen lainnya tetap. Koefisien bernilai positif menunjukkan adanya hubungan positif antara kebijakan dividen perusahaan dengan profitabilitas, dimana peningkatan nilai kebijakan dividen perusahaan akan diikuti oleh peningkatan nilai profitabilitas atau dapat dinyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan ( $X_3$ ) searah dengan profitabilitas ( $Y_1$ ).

### 5.1.2.1.2 Pengujian Persamaan Struktural (2) Dan Uji Signifikansi

#### Hipotesis Secara Parsial

$$Y_2 = a + b X_1 + b X_2 + b X_3 + b Y_1 + \epsilon_2 \dots\dots\dots(2)$$

**Tabel 5.3 : Pengujian Secara Parsial Terhadap Nilai Perusahaan**

		Coefficients <sup>a</sup>				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
Model		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	26.244	3.461		7.583	.000
	DER	-12.507	2.232	-.477	-5.604	.000
	TUMB	-4.783	2.621	-.147	-1.825	.071
	DPR	3.409	4.048	.073	.842	.402
	ROE	25.202	11.608	.190	2.171	.032

a. Dependent Variable: PBV

#### 1) Hubungan Struktur Modal Dengan Nilai Perusahaan

Untuk mengetahui apakah ada hubungan liner antara struktur modal dengan nilai perusahaan, maka dapat dilakukan langkah-langkah penentuan hipotesis sebagai berikut:

- a. Apabila  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, berarti ada hubungan liner antara struktur modal dengan nilai perusahaan.
- b. Apabila  $t_{hitung} < t_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, berarti tidak ada hubungan liner antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

Tabel 5.3 menunjukkan bahwa nilai  $t_{hitung}$  struktur modal sebesar 5,604 sementara  $t_{tabel}$  dengan taraf signifikansi 0,05 dan *degree of freedom (df)* dengan ketentuan  $df = n - k - 1 = 100 - 5 - 1 = 94$  (dimana

n adalah jumlah data observasi dan k adalah variabel independen dan dependen) diperoleh nilai sebesar 1,661. Karena  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima dan berarti ada hubungan liner antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Besarnya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah 0,477 atau 47,7%.

### **Uji Hipotesis Kedua**

H2 : Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Tabel 5.3 menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi dari struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah sebesar – 0,477 dengan dengan taraf signifikansi 0,000. Nilai koefisien regresi dan nilai taraf signifikansi ini mengungkapkan bahwa pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah negatif dan signifikan atau probabilitas  $Sig (0,000) < probabilitas 0,050$ . Hasil penelitian ini menolak hipotesis kedua yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

## **2) Hubungan Pertumbuhan Perusahaan Dengan Nilai Perusahaan**

Untuk mengetahui apakah ada hubungan liner antara pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan, maka dapat dilakukan langkah-langkah penentuan hipotesis sebagai berikut :



- a. Apabila  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, berarti ada hubungan liner antara pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan.
- b. Apabila  $t_{hitung} < t_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, berarti tidak ada hubungan liner antara pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan.

Tabel 5.3 menunjukkan bahwa nilai  $t_{hitung}$  pertumbuhan perusahaan sebesar 1,825 sementara  $t_{tabel}$  dengan taraf signifikansi 0,05 dan  $df = 94$  diperoleh nilai sebesar 1,661. Karena  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima dan berarti ada hubungan liner antara pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan. Besarnya pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan adalah 0,147 atau 14,7%.

#### **Uji Hipotesis Keempat**

H4 : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Tabel 5.3 menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi dari pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan adalah sebesar – 0,147 dengan dengan taraf signifikansi 0,071. Nilai koefisien regresi dan nilai taraf signifikansi ini mengungkapkan bahwa pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan adalah negatif

dan tidak signifikan atau probabilitas  $Sig (0,071) >$  probabilitas 0,050. Hasil penelitian ini menolak hipotesis keempat yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

### **3) Hubungan Kebijakan Dividen Perusahaan Dengan Nilai Perusahaan**

Untuk mengetahui apakah ada hubungan liner antara kebijakan dividen perusahaan dengan nilai perusahaan, maka dapat dilakukan langkah-langkah penentuan hipotesis sebagai berikut :

- a. Apabila  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, berarti ada hubungan liner antara kebijakan dividen perusahaan dengan nilai perusahaan.
- b. Apabila  $t_{hitung} < t_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, berarti tidak ada hubungan liner antara kebijakan dividen perusahaan dengan nilai perusahaan.

Tabel 5.3 menunjukkan bahwa nilai  $t_{hitung}$  kebijakan dividen perusahaan sebesar 0,842, sementara  $t_{tabel}$  dengan taraf signifikansi 0,05 dan  $df = 94$  diperoleh nilai sebesar 1,661. Karena  $t_{hitung} < t_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak dan berarti tidak ada hubungan liner antara kebijakan dividen perusahaan dengan nilai perusahaan. Besarnya pengaruh kebijakan dividen perusahaan terhadap nilai perusahaan sebesar 0,073 atau 7,3%.

### **Uji Hipotesis Keenam**

H6 : Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Tabel 5.3 menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,073 dengan dengan taraf signifikansi 0,402. Nilai koefisien regresi dan nilai taraf signifikansi ini mengungkapkan bahwa pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah positif dan tidak signifikan atau probabilitas *Sig* (0,402) > probabilitas 0,050. Hasil penelitian ini menolak hipotesis yang menyatakan bahwa Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

#### **4) Hubungan Profitabilitas Dengan Nilai Perusahaan**

Untuk mengetahui apakah ada hubungan liner antara profitabilitas dengan nilai perusahaan, maka dapat dilakukan langkah-langkah penentuan hipotesis sebagai berikut:

- c. Apabila  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, berarti ada hubungan liner antara profitabilitas dengan nilai perusahaan.
- d. Apabila  $t_{hitung} < t_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak, berarti tidak ada hubungan liner antara profitabilitas dengan nilai perusahaan.

Tabel 5.3 menunjukkan bahwa nilai  $t_{hitung}$  profitabilitas sebesar 2,171

sementara  $t_{\text{tabel}}$  dengan taraf signifikansi 0,05 dan  $df = 94$  diperoleh nilai sebesar 1,661. Karena  $t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}}$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima dan berarti ada hubungan linear antara profitabilitas dengan nilai perusahaan. Besarnya pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan sebesar 0,190 atau 19,0%.

### **Uji Hipotesis Ketujuh**

H7 : Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Tabel 5.3 menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi dari profitabilitas terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,190 dengan dengan taraf signifikansi 0,032. Nilai koefisien regresi dan nilai taraf signifikansi ini mengungkapkan bahwa pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan adalah positif dan signifikan atau probabilitas *Sig* (0,032) < probabilitas 0,050. Hasil penelitian ini menerima hipotesis yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Pada persamaan struktural (2), variable eksogen struktur modal ( $X_1$ ), pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ), kebijakan dividen perusahaan ( $X_3$ ) dan profitabilitas ( $Y_1$ ) serta variable endogen nilai perusahaan ( $Y_2$ ) mempunyai pengaruh langsung sebagaimana dalam tabel 5.3 sehingga penulisan persamaan (2) menjadi:

$$Y_2 = -0,477 X_1 - 0,147 X_2 + 0,073 X_3 + 0,190 Y_1 + 0,775 \epsilon_2$$

Berdasarkan model persamaan struktural tersebut dapat disajikan interpretasi sebagai berikut:

- a. Koefisien struktur modal ( $X_1$ ) sebesar - 0,477 memiliki arti bahwa setiap peningkatan variabel struktur modal ( $X_1$ ) satu satuan akan diikuti oleh penurunan variable nilai perusahaan ( $Y_2$ ) sebesar 0,477 satuan dengan asumsi variabel eksogen lainnya tetap. Koefisien bernilai negatif menunjukkan adanya hubungan negatif antara struktur modal ( $X_1$ ) dengan nilai perusahaan ( $Y_2$ ), dimana peningkatan nilai struktur modal ( $X_1$ ) akan diikuti oleh penurunan nilai nilai perusahaan ( $Y_2$ ) atau dapat dinyatakan bahwa struktur modal ( $X_1$ ) berlawanan arah dengan nilai perusahaan ( $Y_2$ ).
- b. Koefisien pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ) sebesar - 0,147 memiliki arti bahwa setiap peningkatan variabel pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ) satu satuan akan diikuti oleh penurunan variable nilai perusahaan ( $Y_2$ ) sebesar 0,147 satuan dengan asumsi variabel eksogen lainnya tetap. Koefisien bernilai negatif menunjukkan adanya hubungan negatif antara pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ) dengan nilai perusahaan ( $Y_2$ ), dimana peningkatan nilai pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ) akan diikuti oleh penurunan nilai nilai perusahaan ( $Y_2$ ) atau dapat dinyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan ( $X_2$ ) berlawanan arah dengan nilai perusahaan ( $Y_2$ ).

- c. Koefisien kebijakan dividen perusahaan ( $X_3$ ) sebesar 0,073 memiliki arti bahwa setiap peningkatan variabel kebijakan dividen perusahaan ( $X_3$ ) satu satuan akan diikuti oleh peningkatan variable nilai perusahaan ( $Y_2$ ) sebesar 0,073 satuan dengan asumsi variabel eksogen lainnya tetap. Koefisien bernilai positif menunjukkan adanya hubungan positif antara kebijakan dividen perusahaan dengan nilai perusahaan, dimana peningkatan nilai kebijakan dividen perusahaan akan diikuti oleh peningkatan nilai nilai perusahaan atau dapat dinyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan ( $X_3$ ) searah dengan nilai perusahaan ( $Y_2$ ).
- d. Koefisien profitabilitas ( $Y_1$ ) sebesar 0,190 memiliki arti bahwa setiap peningkatan variabel profitabilitas ( $Y_1$ ) satu satuan akan diikuti oleh peningkatan variable nilai perusahaan ( $Y_2$ ) sebesar 0,190 satuan dengan asumsi variabel eksogen lainnya tetap. Koefisien bernilai positif menunjukkan adanya hubungan positif antara profitabilitas dengan nilai perusahaan, dimana peningkatan nilai profitabilitas akan diikuti oleh peningkatan nilai nilai perusahaan.

#### **5) Hubungan Tidak Langsung Struktur Modal Dengan Nilai Perusahaan Melalui Profitabilitas**

Hubungan tidak langsung antara struktur modal dengan nilai perusahaan melalui profitabilitas, apakah bersifat liner atau tidak, tidak dapat dianalisa dan diketahui dengan menggunakan alat analisa SPSS.

### Uji Hipotesis Kedelapan

H8 : Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Perhitungan nilai koefisien regresi hubungan tidak langsung antara struktur modal dengan nilai perusahaan melalui profitabilitas tidak dapat dilakukan dengan alat analisa SPSS, namun dapat dihitung secara manual yaitu sebesar - 0,037. Dan, nilai taraf signifikansinya dapat dihitung dan diketahui dengan teknik *bootstrapping* dan hasilnya dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

**Tabel 5.4 Hasil *Bootstrapping* Hubungan Tidak Langsung Struktur Modal dengan Nilai Perusahaan Melalui Profitabilitas**

INDIRECT EFFECT And SIGNIFICANCE USING NORMAL DISTRIBUTION						
	Value	s.e.	LL 95 CI	UL 95 CI	Z	Sig (two)
Effect	-1.7736	.8960	-3.5298	-.0175	-1.9795	.0478

Berdasarkan Tabel 5.4 dapat diketahui bahwa nilai taraf signifikansi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas adalah sebesar 0,0478. Nilai koefisien regresi dan nilai taraf signifikansi ini mengungkapkan bahwa pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas adalah negatif dan signifikan atau probabilitas  $Sig (0,0478) < probabilitas 0,050$ . Hasil penelitian ini menolak hipotesis yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

## 6) Hubungan Tidak Langsung Pertumbuhan Perusahaan Dengan Nilai Perusahaan Melalui Profitabilitas

Hubungan tidak langsung antara pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan melalui profitabilitas, apakah bersifat liner atau tidak, tidak dapat dianalisa dan diketahui dengan menggunakan alat analisa SPSS.

### Uji Hipotesis Kesembilan

H9 : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Perhitungan nilai koefisien regresi hubungan tidak langsung antara pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan melalui profitabilitas tidak dapat dilakukan dengan alat analisa SPSS, namun dapat dihitung secara manual yaitu sebesar - 0,022. Dan, nilai taraf signifikansinya dapat dihitung dan diketahui dengan teknik *bootstrapping* dan hasilnya dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

**Tabel 5.5 Hasil *Bootstrapping* Hubungan Tidak Langsung Pertumbuhan Perusahaan dengan Nilai Perusahaan Melalui Profitabilitas**

INDIRECT EFFECT And SIGNIFICANCE USING NORMAL DISTRIBUTION						
	Value	s.e.	LL 95 CI	UL 95 CI	Z	Sig (two)
Effect	-1.8511	1.2699	-4.3402	.6380	-1.4576	.1449



Berdasarkan Tabel 5.5 dapat diketahui bahwa nilai taraf signifikansi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas adalah sebesar 0,1449. Nilai koefisien regresi dan nilai taraf signifikansi ini mengungkapkan bahwa pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas adalah negatif dan tidak signifikan atau probabilitas *Sig* (0,1449) > probabilitas 0,050. Hasil penelitian ini menolak hipotesis yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

#### **7) Hubungan Tidak Langsung Kebijakan Dividen Perusahaan Dengan Nilai Perusahaan (Melalui Profitabilitas)**

Hubungan tidak langsung antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan melalui profitabilitas, apakah bersifat liner atau tidak, tidak dapat dianalisa dan diketahui dengan menggunakan alat analisa SPSS.

#### **Uji Hipotesis Kesepuluh**

H10: Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Perhitungan nilai koefisien regresi hubungan tidak langsung antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan melalui profitabilitas tidak

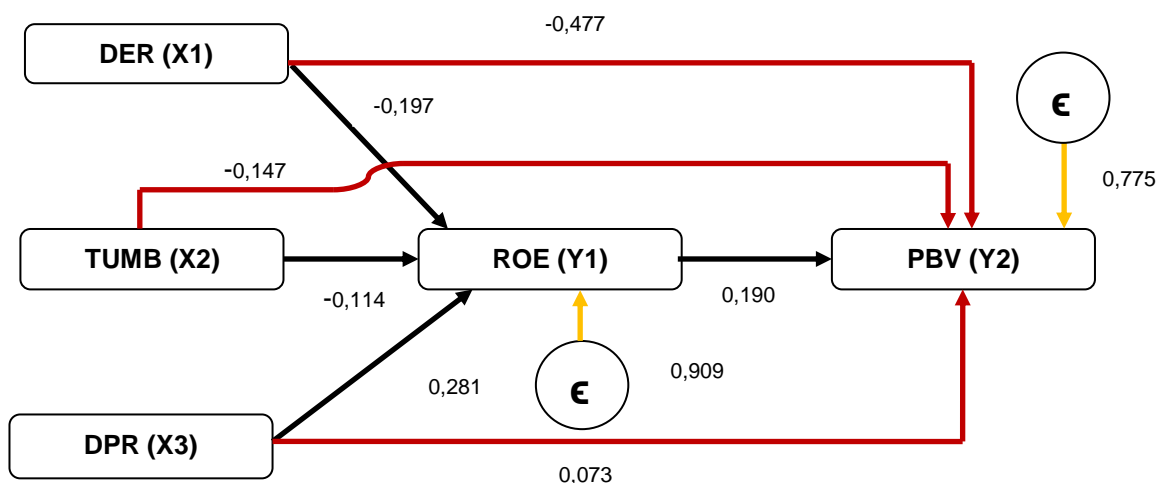
dapat dilakukan dengan alat analisa SPSS, namun dapat dihitung secara manual yaitu sebesar 0,053. Dan, nilai taraf signifikansinya dapat dihitung dan diketahui dengan teknik *bootstrapping* dan hasilnya dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

**Tabel 5.6 Hasil *Bootstrapping* Hubungan Tidak Langsung Kebijakan Dividen dengan Nilai Perusahaan Melalui Profitabilitas**

INDIRECT EFFECT And SIGNIFICANCE USING NORMAL DISTRIBUTION						
	Value	s.e.	LL 95 CI	UL 95 CI	Z	Sig (two)
Effect	5.1219	2.1654	.8778	9.3661	2.3654	.0180

Berdasarkan Tabel 5.6 dapat diketahui bahwa nilai taraf signifikansi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas adalah sebesar 0,0180. Nilai koefisien regresi dan nilai taraf signifikansi ini mengungkapkan bahwa pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas adalah positif dan signifikan atau probabilitas *Sig* (0,0180) < probabilitas 0,050. Hasil penelitian ini menerima hipotesis yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Kedua persamaan struktural tersebut dengan nilai koefisien masing-masing dapat digambarkan dalam model diagram jalur sebagai berikut:



**Gambar 5.1: Hubungan Kausal Antara X<sub>1</sub>, X<sub>2</sub>, X<sub>3</sub> Dengan Y<sub>1</sub> dan Antara X<sub>1</sub>, X<sub>2</sub>, X<sub>3</sub> dan Y<sub>1</sub> Dengan Y<sub>2</sub>**

Hasil analisis jalur tersebut dapat dimaknai sesuai diagram hubungan kausal empiris pada Gambar 5.1 sebagai berikut:

- 1) Pengaruh langsung variable X<sub>1</sub> terhadap Y<sub>1</sub> = - 0,197 = pengaruh total.
- 2) Pengaruh langsung variable X<sub>1</sub> terhadap Y<sub>2</sub> = - 0,477. Pengaruh tidak langsung variabel X<sub>1</sub> terhadap Y<sub>2</sub> melalui Y<sub>1</sub> = - 0,037. Pengaruh total X<sub>1</sub> terhadap Y<sub>2</sub> = - 0,514.
- 3) Pengaruh langsung variabel X<sub>2</sub> terhadap Y<sub>1</sub> = - 0,114 = pengaruh total.
- 4) Pengaruh langsung variabel X<sub>2</sub> terhadap Y<sub>2</sub> melalui Y<sub>1</sub> = - 0,147. Pengaruh tidak langsung variabel X<sub>2</sub> terhadap Y<sub>2</sub> melalui Y<sub>1</sub> = - 0,022. Pengaruh total X<sub>2</sub> terhadap Y<sub>2</sub> = - 0,169.
- 5) Pengaruh langsung variabel X<sub>3</sub> terhadap Y<sub>1</sub> = 0,281 = pengaruh total.

6) Pengaruh langsung variabel  $X_3$  terhadap  $Y_2$  melalui  $Y_1 = 0,073$ .

Pengaruh tidak langsung variabel  $X_3$  terhadap  $Y_2$  melalui  $Y_1 = 0,053$ .

Pengaruh total  $X_3$  terhadap  $Y_2 = 0,126$ .

7) Pengaruh langsung variabel  $Y_1$  terhadap  $Y_2 = 0,190 =$  pengaruh total.

Perhitungan manual pemaknaan hasil analisa jalur ini dapat disajikan dalam bentuk tabel sebagai berikut:

**Tabel 5.7 : Perhitungan Manual Pemaknaan Hasil Analisa Jalur**

No.	Pengaruh Variabel	Pengaruh Kausal		
		Langsung	Tidak langsung Melalui $Y_1$	Total
1	$X_1$ terhadap $Y_1$	- 0,197	-	- 0,197
2	$X_1$ terhadap $Y_2$	- 0,477	$(- 0,197 \times 0,190) = - 0,037$	- 0,514
3	$X_2$ terhadap $Y_1$	- 0,114	-	- 0,114
4	$X_2$ terhadap $Y_2$	- 0,147	$(- 0,114 \times 0,190) = - 0,022$	- 0,169
5	$X_3$ terhadap $Y_1$	0,281	-	0,281
6	$X_3$ terhadap $Y_2$	0,073	$(0,281 \times 0,190) = 0,053$	0,126
7	$Y_1$ terhadap $Y_2$	0,190	-	0,190

### 5.1.3. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan dengan uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

#### 5.1.3.1 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan untuk melihat hubungan yang mendekati sempurna antara variabel eksogen (independen) yang terdapat

dalam model atau koefisien korelasinya tinggi. Dampak dari keberadaan multikolinieritas adalah tingkat kesalahan memiliki standar tidak terhingga. Kondisi ini akan menimbulkan bias dalam estimasi. Model regresi yang baik adalah kondisi di mana tidak terjadi korelasi antar variabel. Metode pengujian ada tidaknya multikolinieritas dapat dilihat pada *Variance Inflation Factor* (VIF). Batas nilai VIF adalah 5, yang berarti bahwa jika nilai VIF lebih besar dari 5 maka dapat disimpulkan telah terjadi multikolinieritas.

Uji multikolinieritas dilakukan terhadap struktur persamaan (1) dengan variabel eksogen (independen) struktur modal (X1), pertumbuhan perusahaan (X2) dan kebijakan dividen (X3) serta terhadap struktur persamaan (2) dengan variabel eksogen (independen) struktur modal (X1), pertumbuhan perusahaan (X2), kebijakan dividen (X3) dan profitabilitas (Y1).

**Tabel 5.8 : Hasil Uji Multikolinieritas Persamaan (1)**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
DER	.909	1.101
TUMB	.983	1.017
DPR	.909	1.101

a. Dependent Variable: ROE

Tabel 5.4 menunjukkan nilai VIF untuk variable struktur modal (X1), pertumbuhan perusahaan (X2) dan kebijakan dividen (X3) semuanya  $< 5$ , maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas pada struktur persamaan (1) dengan variabel endogen (dependen) profitabilitas.

**Tabel 5.9 : Hasil Uji Multikolinieritas Persamaan (2)**

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	DER	.872	1.147
	TUMB	.968	1.033
	DPR	.836	1.197
	ROE	.826	1.211

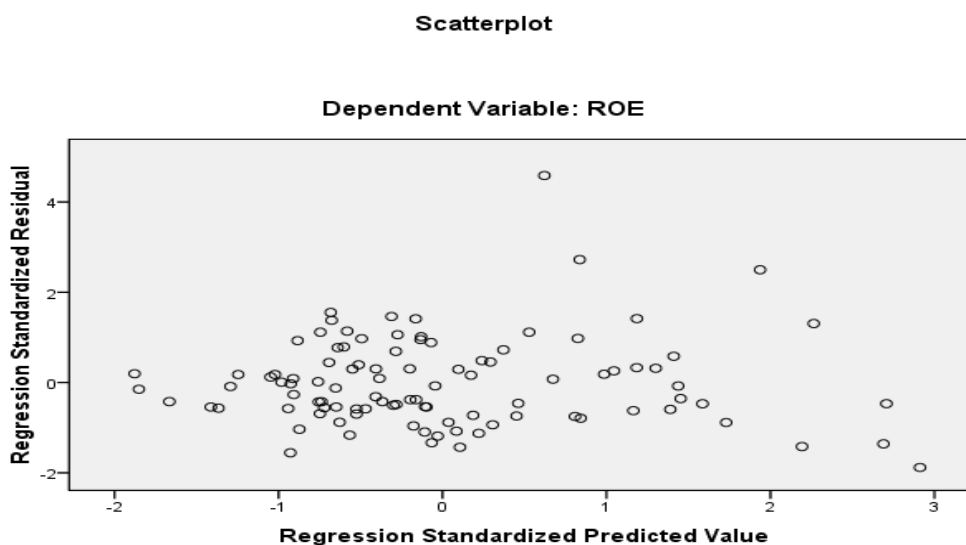
a. Dependent Variable: PBV

Tabel 5.5 menunjukkan nilai VIF untuk variable struktur modal (X1), pertumbuhan perusahaan (X2), kebijakan dividen (X3) dan profitabilitas (Y1) semuanya  $< 5$ , maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas pada struktur persamaan (2) dengan variabel endogen (dependen) nilai perusahaan.

### 5.1.3.2 Uji Heteroskedastisitas

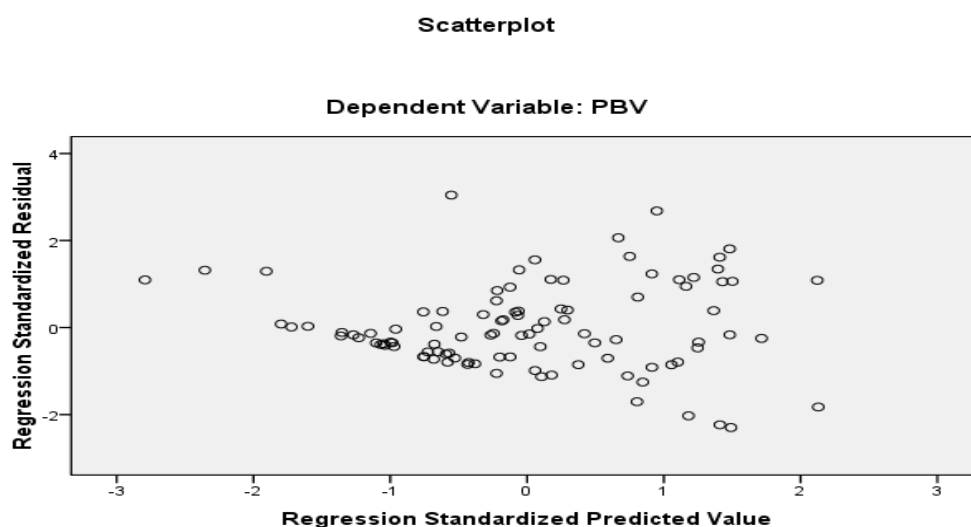
Uji heteroskedastisitas ini dilakukan untuk melihat apakah ada variabel pengganggu ( $e_i$ ) yang memiliki varian yang berbeda dari satu observasi ke observasi yang lain. Keberadaan heteroskedastisitas menyebabkan estimasi koefisien-koefisien regresi tidak efisien.

Untuk menguji gejala hetreskedastisitas ini digunakan metode grafik, yaitu dengan melihat ada tidaknya pola tertentu yang tergambar pada Scatterplot.



**Gambar 5.2: Uji Heteroskedastisitas Pada Persamaan Struktural (1) Dengan Variabel Dependen Profitabilitas**

Gambar 5.2 menunjukkan adanya penyebaran nilai-nilai residual terhadap nilai-nilai prediksi dan tidak membentuk suatu pola tertentu atau polanya tidak teratur, baik di atas maupun di bawah sumbu Y. Kondisi ini menunjukkan bahwa pada pengujian variable eksogen (independen) struktur modal (X1), pertumbuhan perusahaan (X2) dan kebijakan dividen (X3) tidak terjadi gejala heteroskedastisitas.



**Gambar 5.3: Uji Heteroskedastisitas Pada Persamaan Struktural  
(2) Dengan Variabel Dependen Nilai Perusahaan**

Gambar 5.3 menunjukkan adanya penyebaran nilai-nilai residual terhadap nilai-nilai prediksi dan tidak membentuk suatu pola tertentu atau polanya tidak teratur, baik di atas maupun di bawah sumbu Y. Kondisi ini menunjukkan bahwa pada pengujian variable eksogen (independen) struktur modal (X1), pertumbuhan perusahaan (X2), kebijakan dividen (X3) dan profitabilitas (Y1) tidak terjadi gejala heteroskedastisitas.

### 5.1.3.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk mengetahui adanya gejala korelasi antar semua variable dari serangkaian observasi yang disusun menurut urutan waktu, dan juga adanya gejala korelasi antar variable pengganggu. Jika gejala korelasi terjadi, maka pada model terdapat



autokorelasi. Pengujian autokorelasi dilakukan dengan uji Durbin-Watson (Uji  $D_w$ ).

**Tabel 5.10 : Hasil Uji Autokorelasi Persamaan (1)**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.418 <sup>a</sup>	.174	.149	.10421035	1.177

a. Predictors: (Constant), DPR, TUMB, DER

b. Dependent Variable: ROE

Tabel 5.6 menunjukkan bahwa nilai Durbin-Watson persamaan (1) adalah sebesar 1,177. Nilai ini masuk pada interval 1,08 – 1,66 pada *Tabel 3.X: Tabel Autokorelasi*, yang berarti tanpa kesimpulan.

**Tabel 5.11 : Hasil Uji Autokorelasi Persamaan (2)**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.632 <sup>a</sup>	.400	.375	11.85187245	1.171

a. Predictors: (Constant), ROE, TUMB, DER, DPR

b. Dependent Variable: PBV

Tabel 5.7 menunjukkan bahwa nilai Durbin-Watson persamaan (2) adalah sebesar 1,171. Nilai ini masuk pada interval 1,08 – 1,66 pada *Tabel 3.X: Tabel Autokorelasi*, yang berarti tanpa kesimpulan.

## 5.2 Pembahasan Hasil Penelitian

### 5.2.1 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas Pada Perkebunan Kelapa Sawit *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa struktur modal mempunyai hubungan liner dengan profitabilitas. Koefisien regresi struktur modal adalah sebesar  $-0,197$  dengan taraf signifikansi  $0,046$ . Hal ini berarti struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas. Pengaruh negatif dan signifikan ini menunjukkan bahwa jika struktur modal (DER) naik sebesar satu satuan maka profitabilitas (ROE) akan turun sebesar  $0,197$  satuan secara signifikan dan sebaliknya, yang berarti bahwa jika DER semakin tinggi akan menyebabkan ROE semakin kecil dan sebaliknya dan tidak dapat diabaikan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan pendapat Husnan dan Pudjiastuti (2012; 72) yang menyatakan bahwa jika DER semakin tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk mendapatkan profitabilitas akan semakin rendah atau DER mempunyai hubungan yang negatif dengan profitabilitas. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Denise dan Robert (2009) yang menemukan bahwa strategi investasi yang berdasarkan kepemilikan modal dari dalam perusahaan (modal sendiri) memiliki hubungan positif dengan profitabilitas perusahaan, yang berarti jika perusahaan memperoleh hasil yang lebih besar dari dana yang dipinjam dari pada yang harus dibayar sebagai bunga maka hasil pengembalian berupa profit untuk para pemilik akan semakin meningkat.

Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan hasil penelitian Safieddine dan Titman (1997) yang menemukan bahwa kinerja keuangan perusahaan meningkat seiring dengan rekapitalisasi peningkatan leverage dan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kusumasari *et al* (2009) yang menemukan bahwa struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja keuangan.

### **5.2.2 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perkebunan Kelapa Sawit *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.**

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa struktur modal mempunyai hubungan liner dengan nilai perusahaan. Koefisien regresi struktur modal adalah sebesar  $-0,477$  dengan taraf signifikansi  $0,000$ . Hal ini berarti struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengaruh negatif dan signifikan ini menunjukkan bahwa jika struktur modal (DER) naik sebesar satu satuan maka nilai perusahaan (PBV) akan turun sebesar  $0,477$  satuan secara signifikan dan sebaliknya, yang berarti bahwa jika DER semakin tinggi akan menyebabkan PBV semakin kecil dan sebaliknya dan tidak dapat diabaikan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Arijit (2008) dalam Kusumajaya (2011) yang menemukan bahwa penggunaan *leverage* berdampak negatif terhadap kesempatan peningkatan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Modigliani dan Miller yang menemukan bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal (Brigham dan

Houston, 2011; 179). Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan hasil penelitian Solihah dan Taswan yang menemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dan dengan penelitian Ekayana (2007) dan Sujoko dan Soebiantoro (2007) menemukan bahwa kebijakan hutang yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) dan ukuran perusahaan yang diukur dengan total asset berpengaruh positif dan signifikan terhadap *price book value* (PBV).

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Modigliani dan Miller karena asumsi-asumsi yang digunakan oleh Modigliani dan Miller pada penelitiannya seperti; 1) Tidak ada biaya pialang, 2) Tidak ada pajak, 3) Tidak ada biaya kebangkrutan, 4) Investor dapat meminjam dengan tingkat yang sama seperti perusahaan, 5) Seluruh investor memiliki informasi yang sama seperti manajemen tentang peluang investasi perusahaan di masa depan, dan 6) EBIT tidak dipengaruhi oleh hutang tidak ditemukan atau berlaku pada penelitian ini. Dapat dinyatakan bahwa keenam variabel asumsi yang digunakan oleh Modigliani dan Miller berlaku terbalik pada penelitian ini.

Ketidak-konsistenan hasil penelitian ini dengan hasil penelitian Modigliani dan Miller juga dipicu oleh kebijakan struktur modal kelima perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini telah melampaui struktur modal optimal (*optimal capital structure*) atau kondisi struktur modal yang akan memaksimalkan harga saham perusahaan, di mana rata-rata total hutang perusahaan yang dijadikan sampel sudah hampir

sama dengan jumlah modal sendiri atau ekuitas, yaitu sebesar 93.018%.

### **5.2.3 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas Pada Perkebunan Kelapa Sawit *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.**

Dalam penelitian ini data pertumbuhan perusahaan yang digunakan pada tahun ini adalah data pertumbuhan perusahaan tahun sebelumnya, karena pengaruh pertumbuhan perusahaan tahun ini tidak berdampak pada profitabilitas tahun ini namun akan berdampak pada tahun-tahun berikutnya. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak mempunyai hubungan liner dengan profitabilitas. Koefisien regresi pertumbuhan perusahaan adalah sebesar – 0,114 dengan taraf signifikansi 0,228. Hal ini berarti pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap profitabilitas. Pengaruh negatif dan tidak signifikan ini menunjukkan bahwa jika pertumbuhan perusahaan naik sebesar satu satuan maka profitabilitas (ROE) akan turun sebesar 0,193 satuan secara tidak signifikan dan sebaliknya, yang berarti bahwa jika pertumbuhan perusahaan semakin tinggi akan menyebabkan ROE semakin kecil dan sebaliknya dan dapat diabaikan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Greiner (1972) yang menyatakan bahwa hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan profitabilitas dapat bersifat negatif dan menjelaskan bahwa peningkatan pertumbuhan perusahaan dapat berkontribusi pada rusaknya hubungan informal yang terbentuk dalam perusahaan dari waktu ke waktu

serta pertumbuhan perusahaan yang lebih besar membutuhkan formalitas yang lebih besar dalam bentuk hubungan kerja, yang dalam jangka waktu singkat sulit untuk dicapai dengan efisien. Kondisi ini menyebabkan profitabilitas perusahaan berkurang. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Roper (1999), dalam konteks perusahaan-perusahaan Irlandia, dan Gschwandtner (2005), dalam konteks perusahaan-perusahaan Amerika, yang menemukan secara statistik hubungan yang tidak signifikan antara pertumbuhan perusahaan dengan profitabilitas. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Serrasquerio (2009) yang menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berhubungan positif dan signifikan terhadap profitabilitas.

#### **5.2.4 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perkebunan Kelapa Sawit *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.**

Dalam penelitian ini data pertumbuhan perusahaan yang digunakan pada tahun ini adalah data pertumbuhan perusahaan tahun sebelumnya, karena pengaruh pertumbuhan perusahaan tahun ini tidak berdampak pada nilai perusahaan tahun ini namun akan berdampak pada tahun-tahun berikutnya. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan liner dengan nilai perusahaan. Koefisien regresi pertumbuhan perusahaan adalah sebesar  $-0,147$  dengan taraf signifikansi  $0,071$ . Hal ini berarti pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengaruh negatif dan tidak signifikan ini menunjukkan bahwa

jika pertumbuhan perusahaan naik sebesar satu satuan maka nilai perusahaan (PBV) akan turun sebesar 0,147 satuan secara tidak signifikan dan sebaliknya, yang berarti bahwa jika pertumbuhan perusahaan semakin tinggi akan menyebabkan PBV semakin kecil dan sebaliknya dan dapat diabaikan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Safrida (2008) yang menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Sriwardany (2006) yang menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap harga saham. Hal ini berarti bahwa informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan akan direspon positif oleh investor sehingga akan meningkatkan harga saham. Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan hasil penelitian Stulz (1990) yang menemukan bahwa perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang rendah akan memiliki rasio hutang yang berpengaruh positif dengan nilai perusahaan.

#### **5.2.5 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Profitabilitas Pada Perkebunan Kelapa Sawit *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.**

Dalam penelitian ini data kebijakan dividen yang digunakan pada tahun ini adalah data kebijakan dividen tahun sebelumnya, karena pengaruh kebijakan dividen tahun ini tidak berdampak pada profitabilitas tahun ini namun akan berdampak pada tahun-tahun berikutnya. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kebijakan dividen mempunyai

hubungan liner dengan profitabilitas. Koefisien regresi pertumbuhan perusahaan adalah sebesar 0,281 dengan taraf signifikansi 0,005. Hal ini berarti kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas. Pengaruh positif dan signifikan ini menunjukkan bahwa jika kebijakan dividen (DPR) naik sebesar satu satuan maka profitabilitas (ROE) akan naik sebesar 0,281 satuan secara signifikan dan sebaliknya, yang berarti bahwa jika DPR semakin tinggi akan menyebabkan ROE semakin besar dan sebaliknya dan tidak dapat diabaikan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Merekefu dan Ouma (2012) yang menemukan bahwa *dividen payout ratio* (DPR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Kenya (*Nairobi Security Exchange/NSE*), hasil penelitian ini juga mempertegas bahwa kebijakan dividen relevan dan mempengaruhi kinerja perusahaan dan hasil penelitian ini bertentangan dengan teori yang menyatakan kebijakan dividen tidak relevan atau *irrelevant theory of dividend*. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian Ajanthan (2013) yang menemukan bahwa pembayaran dividen mempunyai dampak yang signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan hotel dan restoran yang *go public* di Bursa Efek Sri Lanka (*Colombo Stock Exchange/CSE*), hasil penelitian ini selanjutnya memastikan bahwa ada hubungan yang positif dan signifikan antara pendapatan dan profitabilitas dan ada hubungan yang positif dan signifikan antara jumlah asset dan profitabilitas perusahaan. Hasil



penelitian yang dilakukan oleh Amidu (2007) juga sejalan dengan hasil penelitian ini yang menyatakan bahwa kebijakan dividen mempunyai hubungan yang positif dengan *Retrun On Asset* (ROA) dan mendukung pemikiran yang menyatakan bahwa kebijakan dividen relevan dengan kinerja perusahaan.

#### **5.2.6 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perkebunan Kelapa Sawit *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.**

Dalam penelitian ini data kebijakan dividen yang digunakan pada tahun ini adalah data kebijakan dividen tahun sebelumnya, karena pengaruh kebijakan dividen tahun ini tidak berdampak pada nilai perusahaan tahun ini namun akan berdampak pada tahun-tahun berikutnya. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai hubungan liner dengan nilai perusahaan. Koefisien regresi pertumbuhan perusahaan adalah sebesar 0,073 dengan taraf signifikansi 0,402. Hal ini berarti kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengaruh positif dan tidak signifikan ini menunjukkan bahwa jika kebijakan dividen (DPR) naik sebesar satu satuan maka nilai perusahaan (PBV) naik sebesar 0,075 satuan secara tidak signifikan dan sebaliknya, yang berarti bahwa jika DPR semakin tinggi akan menyebabkan PBV semakin besar dan sebaliknya dan dapat diabaikan.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Amidu (2007) yang menemukan bahwa kebijakan dividen adalah relevan

terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan hasil penelitian Bajaj dan Vijh (1990) yang menemukan bahwa tingkat hasil dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap pergerakan harga saham dan dengan hasil penelitian Aharoni dan Swary (1980) dalam Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) yang menemukan bahwa pengumuman dividen memberikan informasi yang lebih bermanfaat daripada pengumuman *earning*. Hal ini terlihat dari reaksi pasar yang positif terhadap kenaikan dividen dan reaksi pasar yang negatif terhadap penurunan dividen. Selanjutnya, hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Pettit (1976) yang membuktikan bahwa harga saham umum (*common stock*) tidak ditentukan oleh kebijakan dividen dan hasil penelitian yang dilakukan oleh Miller dan Scholes (1983) yang menemukan bukti bahwa tidak ada pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham.

#### **5.2.7 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perkebunan Kelapa Sawit *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.**

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai hubungan liner dengan nilai perusahaan. Koefisien regresi profitabilitas adalah sebesar 0,190 dengan taraf signifikansi 0,032. Hal ini berarti profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengaruh positif dan signifikan ini menunjukkan bahwa jika profitabilitas (ROE) naik sebesar satu satuan maka nilai perusahaan (PBV) naik sebesar 0,190 satuan secara signifikan dan sebaliknya, yang

berarti bahwa jika ROE semakin tinggi akan menyebabkan PBV semakin besar dan sebaliknya dan tidak dapat diabaikan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Ang (1997) dalam Hapsari (2007) yang menemukan bahwa rasio profitabilitas atau rasio rentabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan, pertumbuhan *return on equity* (ROE) menunjukkan prospek perusahaan yang semakin baik yang berarti ada potensi peningkatan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Hasil ini ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif dari perusahaan sehingga akan meningkatkan kepercayaan investor serta akan mempermudah manajemen perusahaan untuk menarik modal dalam bentuk saham. Kenaikan permintaan saham suatu perusahaan, secara tidak langsung akan menaikkan harga saham. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian Yuniasih dan Wirakusuma (2006) dalam Kusumajaya (2011) yang menemukan bahwa kinerja keuangan yang diukur dengan *return on asset* (ROA) berpengaruh positif secara statistik terhadap nilai perusahaan dan hasil penelitian Caringsih (2008) yang menemukan bahwa ROE berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

#### **5.2.8 Pengaruh Tidak Langsung Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Profitabilitas Pada Perkebunan Kelapa Sawit *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.**

Koefisien regresi struktur modal adalah sebesar - 0,037 dengan taraf signifikansi 0,0478. Hal ini berarti struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas. Pengaruh

negatif dan signifikan ini menunjukkan bahwa jika struktur modal (DER) naik sebesar satu satuan maka nilai perusahaan (PBV) melalui profitabilitas (ROE) turun sebesar 0,037 satuan secara signifikan dan sebaliknya, yang berarti bahwa jika DER semakin tinggi akan menyebabkan PBV melalui ROE semakin kecil dan sebaliknya dan tidak dapat diabaikan.

#### **5.2.9 Pengaruh Tidak Langsung Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Profitabilitas Pada Perkebunan Kelapa Sawit *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.**

Koefisien regresi pertumbuhan perusahaan adalah sebesar - 0,022 dengan taraf signifikansi 0,1449. Hal ini berarti pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas. Pengaruh negatif dan tidak signifikan ini menunjukkan bahwa jika pertumbuhan perusahaan naik sebesar satu satuan maka nilai perusahaan (PBV) melalui profitabilitas (ROE) turun sebesar 0,022 satuan secara tidak signifikan dan sebaliknya, yang berarti bahwa jika pertumbuhan perusahaan semakin tinggi akan menyebabkan PBV melalui ROE semakin kecil dan sebaliknya dan dapat diabaikan.

#### **5.2.10 Pengaruh Tidak Langsung Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Profitabilitas Pada Perkebunan Kelapa Sawit *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011.**

Koefisien regresi kebijakan dividen adalah sebesar 0,053 dengan taraf signifikansi 0,0180. Hal ini berarti kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas. Pengaruh positif dan signifikan ini menunjukkan bahwa jika kebijakan

dividen (DPR) naik sebesar satu satuan maka nilai perusahaan (PBV) melalui profitabilitas (ROE) turun sebesar 0,053 satuan secara signifikan dan sebaliknya, yang berarti bahwa jika DPR semakin tinggi akan menyebabkan PBV melalui ROE semakin kecil dan sebaliknya dan tidak dapat diabaikan.

## BAB VI

### SIMPULAN DAN SARAN

#### 6.1 Simpulan

Mengacu pada uraian pada bab-bab sebelumnya maka kesimpulan-kesimpulan pada penelitian ini dapat ditarik sebagai berikut:

- 1) Struktur modal (DER) mempunyai hubungan liner dengan profitabilitas (ROE) dan nilai perusahaan (PBV). DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROE dan PBV pada perusahaan perkebunan kelapa sawit *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011. Pengaruh DER yang negatif dan signifikan terhadap ROE dan PBV menunjukkan bahwa kelima perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini pada tahun 2007 – 2011 rata-rata telah menjalankan kebijakan struktur modal yang melampaui struktur modal optimal (*optimal capital structure*) atau kondisi struktur modal yang akan memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2011: 155), di mana rata-rata total hutang kelima perusahaan yang dijadikan sampel hampir sama dengan jumlah modal sendiri atau ekuitas perusahaan yaitu sebesar 93.018%. Kenaikan DER kelima perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini pada tahun 2007 – 2011 telah dijadikan sebagai signal negatif oleh investor, semakin besarnya ancaman kebangkrutan atau *potential of bankruptcy impact* (Brigham dan Houston, 2011: 182).

- 2) Pertumbuhan perusahaan (TUMB) mempunyai hubungan tidak liner dengan ROE dan liner dengan PBV. TUMB berpengaruh negatif dan tidak signifikan dengan ROE dan PBV pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011. Pengaruh TUMB yang negatif dan tidak signifikan terhadap ROE dan PBV menunjukkan bahwa kelima perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini pada tahun 2007 – 2011 rata-rata berkontribusi pada rusaknya hubungan informal yang telah terbentuk pada masing-masing perusahaan dari waktu ke waktu (Greiner, 1972) atau dapat dikatakan bahwa kelima perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini telah menjalankan kebijakan pengembangan atau ekspansi yang begitu pesat tanpa diimbangi upaya penyediaan tenaga kerja profesional dan ahli yang cukup dan memadai di bidangnya masing-masing. Pengaruh TUMB yang negatif dan tidak signifikan terhadap ROE dan PBV juga didukung oleh karakteristik industri perkebunan kelapa sawit yang memiliki masa investasi (*construction period*) yang panjang yaitu 3 tahun atau baru berproduksi pada tahun keempat dan akan memiliki *break even point* pada tahun kedelapan dan *payback period*-nya sekitar 8,3 tahun.
- 3) Kebijakan dividen (DPR) mempunyai hubungan liner dengan ROE dan tidak liner dengan PBV. DPR berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE dan positif dan tidak signifikan terhadap PBV pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek

Indonesia tahun 2007 – 2011. Pengaruh DPR yang positif dan signifikan terhadap ROE menunjukkan bahwa kelima perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini pada tahun 2007 – 2011 menggunakan DPR yang didasarkan pada preferensi investor atas dividen versus keuntungan modal atau menggunakan kebijakan dividen optimal atau *optimal dividend policy* (Brigham dan Houston, 2011: 211). Sementara pengaruh DPR yang positif dan tidak signifikan terhadap PBV menunjukkan bahwa investor saham kelima perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini pada tahun 2007 – 2011 cenderung kurang merespon peningkatan DPR sebagai sinyal positif, *signaling theory* (Brigham dan Houston, 2011: 2015).

- 4) ROE mempunyai hubungan liner dengan PBV. ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap PBV pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011. Pengaruh ROE yang positif dan signifikan terhadap PBV menunjukkan bahwa kenaikan ROE kelima perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini pada tahun 2007 – 2011 telah dijadikan sebagai sinyal positif oleh investor dengan ekspektasi bahwa manajemen perusahaan akan menaikkan dividen dengan meningkatnya laba bersih perusahaan, *signaling theory* (Brigham dan Houston, 2011: 215).
- 5) DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap PBV melalui ROE pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa



Efek Indonesia tahun 2007 – 2011. Pengaruh DER yang negatif dan signifikan terhadap PBV melalui ROE menunjukkan bahwa kenaikan DER kelima perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini pada tahun 2007 – 2011 telah dijadikan sebagai sinyal negatif oleh investor akan semakin besarnya ancaman kebangkrutan atau *impact of bankruptcy potential* (Brigham dan Houston, 2011: 182) meskipun mampu meningkatkan laba bersih perusahaan di waktu yang akan datang dan dapat mendorong manajemen perusahaan untuk meningkatkan dividen.

- 6) TUMB berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap PBV melalui ROE pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011. Pengaruh TUMB yang negatif dan tidak signifikan terhadap PBV melalui ROE menunjukkan bahwa kenaikan TUMB kelima perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini pada tahun 2007 – 2011 cenderung tidak direspon oleh investor atau cenderung tidak mempengaruhi sikap investor meskipun TUMB dapat meningkatkan laba bersih perusahaan di waktu yang akan datang.
- 7) DPR berpengaruh positif dan signifikan terhadap PBV melalui ROE pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011. Pengaruh DPR yang positif dan signifikan terhadap PBV melalui ROE menunjukkan bahwa kenaikan DPR pada kelima perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian

ini pada tahun 2007 – 2011 direspon positif oleh investor atas dasar ekspektasi bahwa DPR yang meningkat adalah indikator akan meningkatnya ROE di waktu yang akan datang dan akan mendorong manajemen perusahaan untuk meningkatkan DPR kembali.

## 6.2 Saran

Saran-saran yang dapat disampaikan sesuai dengan hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

### 1) Bagi Perusahaan

- Struktur modal optimal atau *optimal capital structure* adalah unsur yang sangat penting yang harus dipertimbangkan dan ditetapkan oleh manajemen perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011 dalam menjalankan program perluasan usaha atau ekspansi sehingga persentasi total hutang yang sangat besar tidak direspon investor secara negatif atau menimbulkan kekhawatiran investor atas resiko kebangkrutan.
- Manajemen perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011 harus menyadari bahwa pertumbuhan perusahaan tahun lalu (T - 1) tidak langsung memberi kontribusi positif terhadap peningkatan profitabilitas dan nilai perusahaan dalam 5 tahun ke depan karena karakteristik bidang usaha ini yang khas, di mana perusahaan perkebunan kelapa sawit

memiliki masa investasi selama 3 tahun hingga tanaman kelapa sawit dapat berproduksi pada tahun keempat dengan *break even point*-nya pada tahun kedelapan dan *payback period*-nya sekitar 8,3 tahun. Kondisi ini mengharuskan perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia memiliki kapasitas keuangan dan pembiayaan yang baik dan terjamin untuk menjaga kelangsungan hidupnya.

- Manajemen perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011 sebaiknya melakukan pembayaran dividen secara teratur dan rutin agar kebijakan dividennya dapat berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan.

## 2) Bagi Peneliti Berikutnya

- Peneliti yang berminat meneliti pengaruh struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan kebijakan dividen terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia disarankan agar melakukan penelitian lanjutan dengan memperluas periode waktu penelitian dari 5 tahun menjadi 10 hingga 15 tahun untuk mendapatkan kecenderungan yang lebih representatif atas teori-teori yang sudah ada.
- Penelitian ini hanya menggunakan variabel-variabel struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan kebijakan dividen untuk mengetahui

pengaruhnya terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 – 2011, maka kepada peneliti berikutnya disarankan untuk meneliti variabel keuangan lainnya yang memiliki pengaruh lebih besar terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Adams, M. dan Buckle, M. 2003. The Determinants of Corporate Financial Performance in the Bermuda Insurance Market. *Applied Financial Economics*. Volume 13; 133 - 143.
- Ajanthan, A. 2013. The Relationship Between Dividend Payout And Firm Profitability : A Study Of Listed Hotels And Restaurants Companies In Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*. Volume 3; 1 - 6.
- Allen F., A. Bernardo, dan I. Welch. 2000. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *Journal of Finance*. Volume 55; 2499 - 2536.
- Amidu, Mohammed. 2007. How Does Dividend Policy Affect Performance of The Firm on Ghana Stock Exchange. *Investment Management & Financial Innovations*. Volume 4; 103-137.
- Andriyani, M. 2008. Analisis Pengaruh Cash Ratio, Debt to Equity Ratio, Insider Ownership, Investment Opportunity Set (IOS), dan Profitability terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan Automotif Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004 - 2006). *Tesis*. Semarang: Program Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Arifin, Zaenal. 2005. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.
- Bajaj, M. dan A. Vijh. 1990. Dividend Clienteles and Information Content of Dividend Changes. *Journal of Financial Economics*. Volume 26; 193 - 220.
- Baker, H. Kent dan Gail E. Farrelly. 1989. Dividend Achievers: A Behavioral Look. *Akron Business and Economic Review*. Volume 19 (No. 1, Spring); 79 - 92.
- Baker, M., dan J. Wurgler. 2004. A Catering Theory of Dividends. *Journal of Finance*. Volume 59; 1125 -1165.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in the Hand "Fallacy". *Bell Journal of Economics*. Volume 10; 259 - 270.

- Black, F. dan Scholes, M. 1974. The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journals of Financial Economics*. Volume 1; 1 - 22.
- Brennan, Michael. 1970. Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*; 417- 427.
- Brigham, E.F. dan J. F. Houston. 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. (Ali Akbar Yulianto). Edisi Kesebelas. Edisi Indonesia. Buku I. Jakarta: Salemba Empat.
- , 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. (Ali Akbar Yulianto). Edisi Kesebelas. Edisi Indonesia. Buku II. Jakarta: Salemba Empat.
- Brav, A., J. R. Graham, C. R, Harvey dan R. Michaely. 2005. Payout Policy in the 21<sup>st</sup> Century. *Journal of Financial Economic*. Volume 11; 483 - 527.
- Carningsih, A. 2008. Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Hubungan Antara Kinerja Keuangan Dengan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Gunadarma*. (Online), (<http://www.gunadarma.ac.id>), diakses 12 Agustus 2013.
- Christianti, A. 2006. Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta : Hipotesis Static Trade-off atau Pecking Order Theory. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*. (Online), (<http://www.jurnals.files.wordpress.com>), diakses 12 Agustus 2013.
- Chen, K. 2002. The Influence of Capital Structure on Company Value With Different Growth Opportunities. *Paper for EFMA Annual Meeting EFMA Annual Meeting*. University of Lausanne. (Online), (<http://www.papers.ssrn.com>), diakses 12 Agustus 2013.
- Damayanti, S. dan Achyani, F. 2006. Analisis Pengaruh Investasi, Liquiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Payout Ratio. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan 5 (1)*. Surakarta: Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- DeAngelo, H. dan L. DeAngelo. 2005. The Irrelevance of the Dividend Irrelevance Theorem. *Journal of Financial Economics*. Volume 79; 293 - 315.

- Denise, Dickins dan Robert Houmes. 2009. Revisiting The Relationship Between Insider Ownership And Performance. *Journal of Business and Economic Studies*. Volume 15, No. 2. East Carolina University - Jacksonville University.
- Dennis, Michael. 2006. Key Financial Ratios for The Credit Department. *Business Credit*. New York. Nov./Dec. Volume 108; 62.
- Driffield, N., V. Mahambare, dan S. Pal. 2007. How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence From East Asia. *Economic of Transition Journal*. (Online), (<http://www.onlinelibrary.wiley.com>), diakses 14 Agustus 2013.
- Easterbrook, F. H. 1984. Two Agency - Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*. Volume 74; 650 - 659.
- Efendi, M.R. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan, Kebijakan Dividen, Profitabilitas dan Leverage Terhadap Set Kesempatan Investasi (Investment Opportunity Set) Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Tesis*. (Online), (<http://www.digilib.uns.ac.id>), diakses 14 Agustus 2013.
- Ekayana. 2007. Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Terhadap Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2001 - 2005). *ASET*. Volume 9. No 2.
- Erlangga, Enggar. 2009. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai perusahaan dengan pengungkapan CSR, Good Corporate Governance, dan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Pemoderasi. *Skripsi*. Yogyakarta: Program S-1 Universitas Muhammadiyah.
- Fama, E.F. 1978. The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on The Welfare of Its Security Holders. *The Modern Theory of Corporate Finance*. Volume 68 No.3; 22 - 38.
- Farrar, D. dan Selwyn, L. 1967. Taxes, Corporate Financial Policy dan Return to Investors. *National Tax Journal*. Volume 20; 444 - 454.
- Fitriyani, L.Y. 2002. Analisis Variabel-variabel yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Bandung: Program Pascasarjana Universitas Padjajaran.

- Graham, John R., Roni Michaely, dan Michael R. Roberts. 2005. Do price Discreteness and Transaction Costs Affect Stock Returns? Comparing Ex-dividend Pricing Before and After Decimalization. *Journal of Finance*. Volume 58; 2613 - 2637.
- Goddard, J., Tavakoli M., dan Wilson, J. 2005. Determinants of Profitability in European Manufacturing and Services: Evidence From a Dynamic Panel Data. *Applied Financial Economics*. Volume 15; 1269 - 1282.
- Gordon, M. J. 1963. Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*. Volume 18; 264 - 272.
- Greiner, L. 1972. Evolutions and Revolutions as Organizations Grow. *Harvard Business Review*. Volume 50; 37 - 46.
- Gschwandtner, A. 2005. Profit Persistence in the Very Long Run: Evidence From Survivors and Exiters. *Applied Economics*. Volume 37; 793 - 806.
- Hapsari, E. A. 2007. Analisis Rasio Keuangan Untuk Memprediksi Pertumbuhan Laba. *Thesis*. (Online), (<http://www.eprints.undip.ac.id>), diakses 18 Agustus 2013.
- Hartono, Jogiyanto. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Husnan, S., dan E. Pudjiastuti. 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keenam. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Husnan, S. 2000. *Manajemen Keuangan; Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE.
- Jensen, M.C. 2001. Value Maximization, Stakeholders Theory, and The Corporate Objective Function. *Working Paper No. 01 - 09*. Harvard Business School. (Online), (<http://www.web.ntpu.edu.tw>), diakses 18 Agustus 2013.
- Kallapur, Sanjay, dan Mark A. Trombley. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance & Accounting*. Volume 26; 505 - 519.
- Kartikasari, S. 2011. Resiko dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Investment Opportunity Set (IOS). *Tesis*. (Online), (<http://www.elibrary.ub.ac.id>), diakses 18 Agustus 2013.



- Kusumajaya, D. K. Oka. 2011. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis. (Online)*, (<http://www.pps.unud.ac.id>), diakses 20 Agustus 2013.
- Kusumasari, Artini, dan Nitiyasa. 2010. Pengaruh Risiko Bisnis, Pertumbuhan Aset, Dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan di PT Telekomunikasi Selular. *Tesis. (Online)*, (<http://www.scribd.com>), diakses 20 Agustus 2013.
- Lee S. et al. 2012. Dividend Changes And Future Profitability : Evidence From Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. Volume 8 No. 2; 93 - 110.
- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review*. Volume 46; 97 - 113.
- . 1962. Dividends, Earnings, Leverage, Stock, Prices and the Supply of Capital to Corporations. *Review of Economics and Statistics*. Volume XLIV No. 3; 243 - 269.
- Litzenberger, R. dan Ramaswamy, K. 1982. The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects of Information Effect. *Journal of Finance*. Volume 37; 429 - 444.
- Long, J.B. Jr. 1977. Efficient portfolio choice with differential taxation of dividends and capital gains. *Journal of Financial Economics*. Volume 5; 25 - 53.
- Long, J. B. Jr. 1978. The Market Valuation of Cash Dividends: Case to Consider. *Journal of Financial Economics*. Volume 6; 235 - 264.
- Machfoedz, Mas'ud. 1994. Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earnings Changes In Indonesia. *Kelola Gajah Mada University Business Review*. Volume III No. 7; 114 - 137.
- Mahendra, Alfredo DJ. 2011. Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Deviden Sebagai Variabel Moderating) Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Denpasar: Program Pasca Sarjana Universitas Udayana.

- Mai, Muhammad Umar. 2010. Dampak Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Kajian Prilaku Opportunistik Manajerial Dan Struktur corporate Governance. *Disertasi*. Semarang, Program Doktor Universitas Diponegoro.
- Marsh, T.A. and Merton, R.C. 1987. Dividend Behaviour For The Aggregate Stock Market. *Journal of Business*. Volume 60 (1); 1 - 40.
- Meythi. 2005. Rasio Keuangan Yang Paling Baik Untuk Memprediksi Pertumbuhan Laba: Suatu Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Volume XI No. 2; 254 - 271.
- Miller, M. dan M. Scholes. 1983. Dividends and Taxes: Empirical Evidence. *Journal of Political Economy*. Volume 90; 1118 - 1141.
- Murekefu, T. M. and Ouma O. P. 2012. The Relationship Between Dividend Payout And Firm Performance : A Study Of Listed Companies In Kenya. *European Scientific Journal*. Volume 8 No. 9 (May Edition); 199 - 215.
- Myers, S.C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*. Volume 39; 572 - 592.
- Nasrul, I.H. 2004. Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi dividend payout ratio pada perusahaan manufaktur go-public di bursa efek Indonesia. *Tesis*. Medan: Program Pascasarjana Universitas Sumatera Utara.
- Nasution, H.A. 2004. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Tesis*. Medan: Program Pascasarjana Universitas Sumatera Utara.
- Nugroho, Augustinus Heri et. al. 2003. Evaluasi Terhadap Alternatif-Alternatif Penilaian Kinerja Perusahaan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis: Antisipasi*. Volume 7 No. 2; 226 - 242.
- Pettit, Richardson R. 1976. The Impact of Dividends and Earnings announcements: A Reconciliation. *The Journal of Business*. Volume 49 No. 1; 86 - 96.
- Putrakisnanda. 2009. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Mnuufaktur di Indonesia. *Tesis*. (Online), (<http://www.scribd.com>), diakses 26 Agustus 2013.

- Riduwan dan Sunarto. 2012. *Statistika untuk Penelitian Pendidikan, Sosial, Ekonomi, Komunikasi dan Bisnis*. Bandung: ALFABETA.
- Riyanto, Bambang. 2011. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan. Edisi Keempat*. Yogyakarta: BPFE - Yogyakarta.
- Roper, S. 1999. Modelling Small Business Growth and Profitability. *Small Business Economics*. Volume 13; 235 - 252.
- Salvatore, Dominick. 2011. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. (Icshan Setyo Budi). Edisi Kelima. Edisi Indonesia. Buku I. Jakarta: Salemba Empat.
- Salvatore, Dominick. 2010. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. (Icshan Setyo Budi). Edisi Kelima. Edisi Indonesia. Buku II. Jakarta: Salemba Empat.
- Safieddine, A., dan Titman. 1997. Debt and Corporate Performance Evidence from Unsuccessful Takeover. *National Bureau of Economic Research Working Paper*. No. 6068; 1 - 34.
- Safrida, Eli. 2008. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Tesis. (Online)*, (<http://www.repository.usu.ac.id>), diakses 26 Agustus 2013.
- Sari R. K. 2005. Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Dengan Investasi Sebagai Variabel Moderating. *Tesis. (Online)*, (<http://www.eprint.undip.ac.id>) diakses 26 Agustus 2013.
- Sartono, R. A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.
- Serrasqueiro, Zelia. 2009. Growth and Profitability in Portuguese Companies: A Dynamic Panel Data Approach. *Economics Interferences. Covilha Portugal and CEFAGE Research Center*. Evora University. Volume XI. No. 26.
- Soliha, E. dan Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol 9. No. 2. September: 149-163.
- Sofyaningsih, Sri dan Hardiningsih, Pancawati. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang Dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan*. Volume 3 No. 1; 68 - 87.

- Sriwardany. 2006. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya Terhadap Perubahan Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur. *Tesis. (Online)*, (<http://www.library.usu.ac.id>), diakses 26 Agustus 2013.
- Stulz, R.M. 1990. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economic*. Volume 26; 3 - 27.
- Subramanyam, K.R. dan J. J. Wild. 2010a. *Analisis Laporan Keuangan*. (Dewi Yanti). Edisi Kesepuluh. Edisi Indonesia. Buku I. Jakarta: Salemba Empat.
- . 2010b. *Analisis Laporan Keuangan*. (Dewi Yanti). Edisi Kesepuluh. Edisi Indonesia. Buku II. Jakarta: Salemba Empat.
- Sudana, I Made. 2009. *Manajemen Keuangan: Teori dan Praktek*. Surabaya: Airlangga University Press.
- Sugihen S.G. 2003. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva dan Kinerja Keuangan Serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur di Indonesia. *Disertasi. (Online)*, (<http://www.bing.com>), diakses 28 Agustus 2013.
- Sugiono. 2012. *Metode Penelitian Kombinasi (Mixed Methods)*. Bandung: Penerbit ALFABETA.
- Sujoko dan U. Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Volume 9 No. 1; 41 - 48.
- Sunarto. 2004. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Investment Opportunity Set, Return On Asset dan Debt to Equity Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Kasus Pada Saham LQ45 Di Bursa Efek Jakarta). *Tesis*. Semarang: Program Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Syarif F. 2007. Pengaruh Kebijakan Leverage, Kebijakan Deviden dan Earning Per Share Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi 47. (Online)*, (<http://www.repository.usu.ac.id>), diakses 5 September 2013.

- Taswan. 2003. Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang Dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Serta Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*. Volume 10 No. 2; 162 - 181.
- Titman et al. 2011. *Financial Management; Principles and Applications*. Eleven Edition. Boston. Pearson Education, Inc.
- Usman, Bahtiar. 2003. Analisis Rasio Keuangan dalam Memprediksi Perubahan Laba pada Bank-Bank di Indonesia. *Media Riset Bisnis & Manajemen*. Volume 3 No. 1; 59 - 74.
- Waluyo, F.X.A.J. dan H. Ka'aro. 2002. Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen serta Leverage terhadap Keputusan Pendanaan. *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi*. Volume 2 No. 1; 1 - 21.
- Wirawati. 2008. Pengaruh Faktor Fundamental Terhadap Price Book Value Dalam Penilaian Saham DI Bursa Efek Jakarta Dalam Kondisi Krisis Moneter. *Buletin Studi Ekonomi*. Volume 13 No.1; 90 - 99.
- Yunita, Indah. 2011. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen, Size, Dan Mekanisme Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi*. (Online), (<http://www.eprints.undip.ac.id>), diakses 5 September 2013.

## Lampiran 1:

## Regresi Substruktur – 1 dan Substruktur – 2

## Regresi Substruktur – 1

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
ROE	.1506509	.11294280	100
DER	.9298317	.57169852	100
TUMB	.3223964	.46189804	100
DPR	.2327040	.32187915	100

Correlations

		ROE	DER	TUMB	DPR
Pearson Correlation	ROE	1.000	-.291	-.163	.351
	DER	-.291	1.000	.104	-.293
	TUMB	-.163	.104	1.000	-.104
	DPR	.351	-.293	-.104	1.000
Sig. (1-tailed)	ROE	.	.002	.052	.000
	DER	.002	.	.152	.002
	TUMB	.052	.152	.	.151
	DPR	.000	.002	.151	.
N	ROE	100	100	100	100
	DER	100	100	100	100
	TUMB	100	100	100	100
	DPR	100	100	100	100

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DPR, TUMB, DER <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.418 <sup>a</sup>	.174	.149	.10421035	.174	6.762	3	96	.000	1.177

a. Predictors: (Constant), DPR, TUMB, DER

b. Dependent Variable: ROE

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.220	3	.073	6.762	.000 <sup>a</sup>
Residual	1.043	96	.011		
Total	1.263	99			

a. Predictors: (Constant), DPR, TUMB, DER

b. Dependent Variable: ROE

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 (Constant)	.173	.025		6.964	.000	.123	.222					
DER	-.039	.019	-.197	-2.021	.046	-.077	.000	-.291	-.202	-.187	.909	1.101
TUMB	-.028	.023	-.114	-1.214	.228	-.073	.018	-.163	-.123	-.113	.983	1.017
DPR	.099	.034	.281	2.892	.005	.031	.166	.351	.283	.268	.909	1.101

a. Dependent Variable: ROE

Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions			
				(Constant)	DER	TUMB	DPR
1	1	2.642	1.000	.02	.03	.05	.04
	2	.755	1.870	.00	.01	.26	.52
	3	.494	2.313	.03	.16	.66	.15
	4	.109	4.924	.95	.80	.03	.30

a. Dependent Variable: ROE

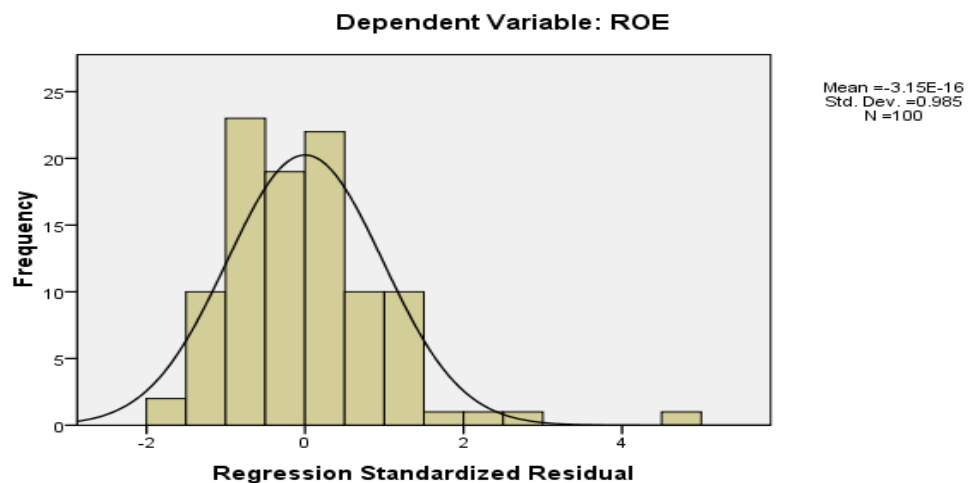
Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.0620566	.2880052	.1506509	.04717376	100
Residual	-.19622524	.47790408	.00000000	.10261926	100
Std. Predicted Value	-1.878	2.912	.000	1.000	100
Std. Residual	-1.883	4.586	.000	.985	100

a. Dependent Variable: ROE

## Charts

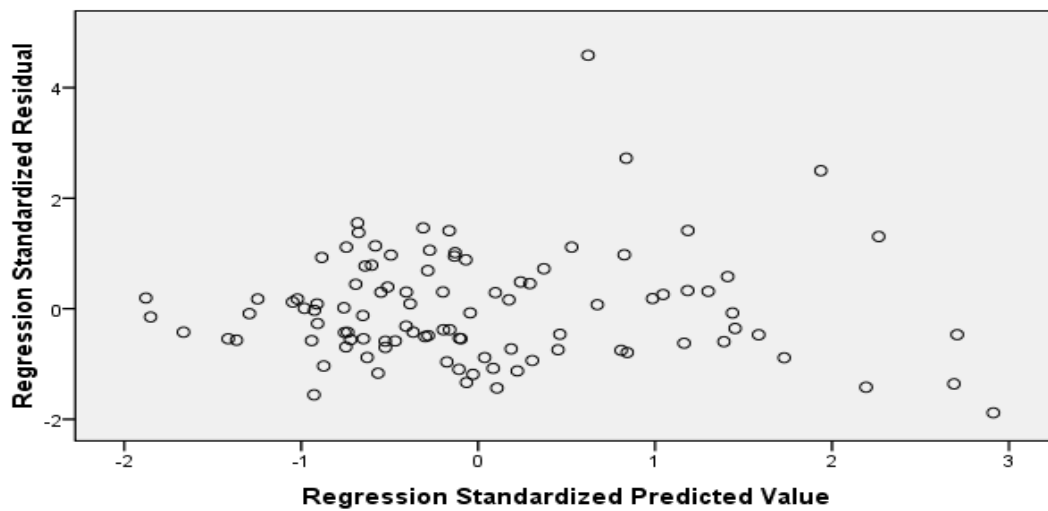
## Histogram





Scatterplot

Dependent Variable: ROE



## Regresi Substruktur – 2

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
PBV	17.6623267	14.98615450	100
DER	.9298317	.57169852	100
TUMB	.3223964	.46189804	100
DPR	.2327040	.32187915	100
ROE	.1506509	.11294280	100

**Correlations**

		PBV	DER	TUMB	DPR	ROE
Pearson Correlation	PBV	1.000	-.569	-.236	.295	.378
	DER	-.569	1.000	.104	-.293	-.291
	TUMB	-.236	.104	1.000	-.104	-.163
	DPR	.295	-.293	-.104	1.000	.351
	ROE	.378	-.291	-.163	.351	1.000
Sig. (1-tailed)	PBV	.	.000	.009	.001	.000
	DER	.000	.	.152	.002	.002
	TUMB	.009	.152	.	.151	.052
	DPR	.001	.002	.151	.	.000
	ROE	.000	.002	.052	.000	.
N	PBV	100	100	100	100	100
	DER	100	100	100	100	100
	TUMB	100	100	100	100	100
	DPR	100	100	100	100	100
	ROE	100	100	100	100	100

## Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ROE, TUMB, DER, DPR <sup>a</sup>		. Enter

a. All requested variables entered.

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.632 <sup>a</sup>	.400	.375	11.85187 245	.400	15.821	4	95	.000	1.171

a. Predictors: (Constant), ROE, TUMB, DER, DPR

b. Dependent Variable: PBV

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8889.544	4	2222.386	15.821	.000 <sup>a</sup>
	Residual	13344.354	95	140.467		
	Total	22233.898	99			

a. Predictors: (Constant), ROE, TUMB, DER, DPR

b. Dependent Variable: PBV

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 (Constant)	26.244	3.461		7.583	.000	19.373	33.115					
DER	-12.507	2.232	-.477	-5.604	.000	-16.938	-8.077	-.569	-.498	-.445	.872	1.147
TUMB	-4.783	2.621	-.147	-1.825	.071	-9.985	.420	-.236	-.184	-.145	.968	1.033
DPR	3.409	4.048	.073	.842	.402	-4.627	11.446	.295	.086	.067	.836	1.197
ROE	25.202	11.608	.190	2.171	.032	2.158	48.245	.378	.217	.173	.826	1.211

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8889.544	4	2222.386	15.821	.000 <sup>a</sup>
	Residual	13344.354	95	140.467		
	Total	22233.898	99			

a. Predictors: (Constant), ROE, TUMB, DER, DPR

a. Dependent Variable: PBV

Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>

Model	Dimen sion	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions				
				(Constant)	DER	TUMB	DPR	ROE
1	1	3.297	1.000	.01	.02	.03	.02	.02
	2	.835	1.988	.00	.03	.32	.26	.04
	3	.501	2.566	.01	.12	.57	.25	.01
	4	.288	3.382	.00	.17	.04	.42	.57
	5	.080	6.427	.98	.66	.05	.05	.36

a. Dependent Variable: PBV

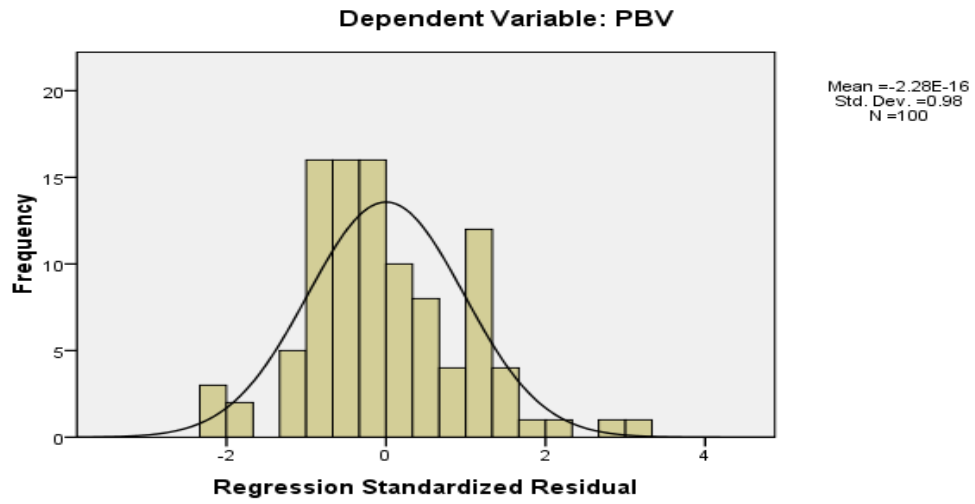
Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-8.8016768	37.8421516	17.6623267	9.47593667	100
Residual	-27.23920250	36.08170700	.00000000	11.60997205	100
Std. Predicted Value	-2.793	2.130	.000	1.000	100
Std. Residual	-2.298	3.044	.000	.980	100

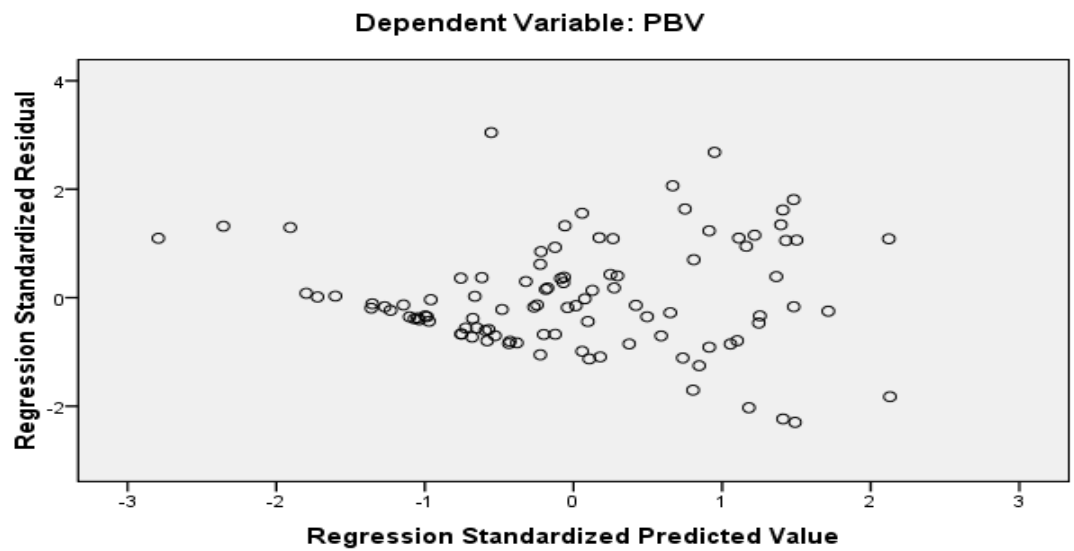
a. Dependent Variable: PBV

# Charts

### Histogram



### Scatterplot



**Lampiran 2:****Bootstrapping Pengaruh X1 Terhadap Y2 Melalui Y1**

Run MATRIX procedure:

Error # 34 in column 20. Text: bootstrp.sav

SPSS Statistics cannot access a file with the given file specification. The file specification is either syntactically invalid, specifies an invalid drive, specifies a protected directory, specifies a protected file, or specifies a non-sharable file.

Execution of this command stops.

\*\*\*\*\*

Preacher And Hayes (2004) SPSS Script For Simple Mediation

Written by Andrew F. Hayes, The Ohio State University

<http://www.comm.ohio-state.edu/ahayes/>

VARIABLES IN SIMPLE MEDIATION MODEL

Y	Y2
X	X1
M	Y1

DESCRIPTIVES STATISTICS AND PEARSON CORRELATIONS

	Mean	SD	Y2	X1	Y1
Y2	17.6623	14.9862	1.0000	-.5692	.3785
X1	.9298	.5717	-.5692	1.0000	-.2909
Y1	.1507	.1129	.3785	-.2909	1.0000

SAMPLE SIZE

100

DIRECT And TOTAL EFFECTS

	Coeff	s.e.	t	Sig(two)
b(YX)	-14.9202	2.1772	-6.8530	.0000
b(MX)	-.0575	.0191	-3.0098	.0033
b(YM.X)	30.8642	11.1457	2.7692	.0067
b(YX.M)	-13.1465	2.2019	-5.9705	.0000

INDIRECT EFFECT And SIGNIFICANCE USING NORMAL DISTRIBUTION

	Value	s.e.	LL 95 CI	UL 95 CI	Z	Sig(two)
Effect	-1.7736	.8960	-3.5298	-.0175	-1.9795	.0478

BOOTSTRAP RESULTS For INDIRECT EFFECT

	Data	Mean	s.e.	LL 95 CI	UL 95 CI	LL 99 CI	UL 99 CI
Effect	-1.7736	-1.7883	.8944	-3.7645	-.3063	-4.6446	.0955

NUMBER OF BOOTSTRAP RESAMPLES

1000

FAIRCHILD ET AL. (2009) VARIANCE IN Y ACCOUNTED FOR BY INDIRECT EFFECT:

.0937

\*\*\*\*\* NOTES \*\*\*\*\*

----- END MATRIX -----

## Bootstrapping Pengaruh X2 Terhadap Y2 Melalui Y1

Run MATRIX procedure:

Error # 34 in column 20. Text: bootstrp.sav

SPSS Statistics cannot access a file with the given file specification. The file specification is either syntactically invalid, specifies an invalid drive, specifies a protected directory, specifies a protected file, or specifies a non-sharable file.

Execution of this command stops.

\*\*\*\*\*

Preacher And Hayes (2004) SPSS Script For Simple Mediation

Written by Andrew F. Hayes, The Ohio State University

<http://www.comm.ohio-state.edu/ahayes/>

VARIABLES IN SIMPLE MEDIATION MODEL

Y	Y2
X	X2
M	Y1

DESCRIPTIVES STATISTICS AND PEARSON CORRELATIONS

	Mean	SD	Y2	X2	Y1
Y2	17.6623	14.9862	1.0000	-.2357	.3785
X2	.3224	.4619	-.2357	1.0000	-.1633
Y1	.1507	.1129	.3785	-.1633	1.0000

SAMPLE SIZE

100

DIRECT And TOTAL EFFECTS

	Coeff	s.e.	t	Sig(two)
b(YX)	-7.6475	3.1851	-2.4010	.0182
b(MX)	-.0399	.0244	-1.6389	.1044
b(YM.X)	46.3495	12.4086	3.7353	.0003
b(YX.M)	-5.7964	3.0341	-1.9104	.0590

INDIRECT EFFECT And SIGNIFICANCE USING NORMAL DISTRIBUTION

	Value	s.e.	LL 95 CI	UL 95 CI	Z	Sig(two)
Effect	-1.8511	1.2699	-4.3402	.6380	-1.4576	.1449

BOOTSTRAP RESULTS For INDIRECT EFFECT

	Data	Mean	s.e.	LL 95 CI	UL 95 CI	LL 99 CI	UL 99 CI
Effect	-1.8511	-1.9600	1.1063	-4.5321	-.2683	-5.8956	.4497

NUMBER OF BOOTSTRAP RESAMPLES

1000

FAIRCHILD ET AL. (2009) VARIANCE IN Y ACCOUNTED FOR BY INDIRECT EFFECT:

.0245

\*\*\*\*\* NOTES \*\*\*\*\*

----- END MATRIX -----

## Bootstrapping Pengaruh X3 Terhadap Y2 Melalui Y1

Run MATRIX procedure:

Error # 34 in column 20. Text: bootstrp.sav

SPSS Statistics cannot access a file with the given file specification. The file specification is either syntactically invalid, specifies an invalid drive, specifies a protected directory, specifies a protected file, or specifies a non-sharable file.

Execution of this command stops.

\*\*\*\*\*

Preacher And Hayes (2004) SPSS Script For Simple Mediation

Written by Andrew F. Hayes, The Ohio State University

<http://www.comm.ohio-state.edu/ahayes/>

VARIABLES IN SIMPLE MEDIATION MODEL

Y	Y2
X	X3
M	Y1

DESCRIPTIVES STATISTICS AND PEARSON CORRELATIONS

	Mean	SD	Y2	X3	Y1
Y2	17.6623	14.9862	1.0000	.2951	.3785
X3	.2327	.3219	.2951	1.0000	.3509
Y1	.1507	.1129	.3785	.3509	1.0000

SAMPLE SIZE

100

DIRECT And TOTAL EFFECTS

	Coeff	s.e.	t	Sig(two)
b(YX)	13.7413	4.4936	3.0580	.0029
b(MX)	.1231	.0332	3.7093	.0003
b(YM.X)	41.6021	13.0811	3.1803	.0020
b(YX.M)	8.6194	4.5900	1.8779	.0634

INDIRECT EFFECT And SIGNIFICANCE USING NORMAL DISTRIBUTION

	Value	s.e.	LL 95 CI	UL 95 CI	Z	Sig(two)
Effect	5.1219	2.1654	.8778	9.3661	2.3654	.0180

BOOTSTRAP RESULTS For INDIRECT EFFECT

	Data	Mean	s.e.	LL 95 CI	UL 95 CI	LL 99 CI	UL 99 CI
Effect	5.1219	5.2667	2.6032	1.4282	11.1946	.6768	15.2353

NUMBER OF BOOTSTRAP RESAMPLES

1000

FAIRCHILD ET AL. (2009) VARIANCE IN Y ACCOUNTED FOR BY INDIRECT EFFECT:

.0571

\*\*\*\*\* NOTES \*\*\*\*\*

----- END MATRIX -----



## Lampiran 3:

## Rekapitulasi Data Kelima Perusahaan

No Urut	Tahun	Perusahaan	Periode	PBV (Y2)	ROE (Y1)	DER (X1)	Pertumbuhan Perusahaan (X2; T-1)	DPR (X3; T - 1)
1	2007	AAL	Triwulan- I	25.57	0.09	0.21	0.16	1.30
2			Triwulan - II	29.73	0.23	0.30	0.17	1.23
3			Triwulan -III	30.97	0.39	0.41	0.14	1.06
4			Triwulan -IV (Tahunan)	50.63	0.50	0.28	0.10	0.84
5		LSIP	Triwulan- I	11.67	0.06	1.27	0.12	0.00
6			Triwulan - II	13.10	0.11	1.26	0.09	0.68
7			Triwulan -III	13.37	0.21	1.12	0.06	0.37
8			Triwulan -IV (Tahunan)	20.53	0.24	0.70	0.15	0.27
9		SMAR	Triwulan- I	18.17	0.07	0.98	0.22	0.00
10			Triwulan - II	18.13	0.17	1.12	0.10	0.00
11			Triwulan -III	21.04	0.24	1.20	0.11	0.00
12			Triwulan -IV (Tahunan)	27.50	0.28	1.29	0.16	0.00
13		TBLA	Triwulan- I	2.53	0.00	1.27	-0.02	0.00
14			Triwulan - II	4.15	0.03	1.25	0.11	0.00
15			Triwulan -III	4.16	0.06	1.47	0.27	0.09
16			Triwulan -IV (Tahunan)	5.23	0.11	1.62	0.41	0.06
17		UNSP	Triwulan- I	10.97	0.03	2.45	0.19	0.00
18			Triwulan - II	14.93	0.11	2.35	0.21	0.26
19			Triwulan -III	16.07	0.06	0.76	0.19	0.15
20			Triwulan -IV (Tahunan)	21.55	0.10	0.81	0.43	0.12
21	2008	AAL	Triwulan- I	58.43	0.18	0.28	0.11	0.00
22			Triwulan - II	53.13	0.35	0.36	0.17	0.53
23			Triwulan -III	35.20	0.47	0.62	0.34	0.51

24			Triwulan -IV (Tahunan)	16.20	0.66	0.29	0.53	0.34
25		LSIP	Triwulan- I	22.40	0.10	0.60	0.23	0.00
26	Triwulan - II		19.97	0.17	0.61	0.28	0.00	
27	Triwulan -III		11.47	0.25	0.53	0.28	0.00	
28	Triwulan -IV (Tahunan)		5.07	0.29	0.54	0.32	0.00	
29	Triwulan- I		48.50	0.11	1.28	0.12	0.00	
30		SMAR	Triwulan - II	36.67	0.24	1.06	0.35	0.26
31	Triwulan -III		20.46	0.29	1.05	0.44	0.16	
32	Triwulan -IV (Tahunan)		7.72	0.23	1.14	0.52	0.13	
33	Triwulan- I		4.24	0.12	1.54	0.37	0.00	
34		TBLA	Triwulan - II	4.84	0.21	1.44	0.28	0.00
35	Triwulan -III		4.09	0.25	1.50	0.23	0.30	
36	Triwulan -IV (Tahunan)		1.51	0.07	2.15	0.20	0.32	
37	Triwulan- I		22.85	0.06	0.73	0.66	0.00	
38		UNSP	Triwulan - II	18.13	0.12	0.78	0.60	0.47
39	Triwulan -III		10.53	0.16	0.75	1.84	0.26	
40	Triwulan -IV (Tahunan)		2.58	0.07	0.90	1.42	0.17	
41			AAL	Triwulan- I	25.23	0.04	0.27	0.71
42	Triwulan - II	33.63		0.14	0.30	0.59	0.62	
43	Triwulan -III	41.23		0.21	0.24	0.58	0.72	
44	Triwulan -IV (Tahunan)	44.47		0.28	0.18	0.22	0.58	
45		LSIP	Triwulan- I	6.42	0.03	0.51	0.26	0.00
46	Triwulan - II		11.12	0.09	0.46	0.31	0.00	
47	Triwulan -III		14.90	0.14	0.41	0.30	0.00	
48	Triwulan -IV (Tahunan)		15.50	0.19	0.27	0.25	0.00	
49		SMAR	Triwulan- I	8.13	0.00	1.17	0.64	0.00
50	Triwulan - II		14.75	0.04	1.17	0.48	0.01	
51	Triwulan -III		16.21	0.12	1.25	0.38	0.01	
52	Triwulan -IV (Tahunan)		13.75	0.16	1.10	0.24	0.01	
53		TBLA	Triwulan- I	1.59	0.03	1.96	0.37	0.00
54	Triwulan - II		2.48	0.11	1.77	0.43	0.00	

55			Triwulan -III	2.72	0.21	1.54	0.24	0.31	
56			Triwulan -IV (Tahunan)	2.59	0.14	1.80	0.14	1.35	
57		UNSP	Triwulan- I	2.93	-0.06	1.03	0.94	0.00	
58			Triwulan - II	6.70	0.05	0.96	1.05	0.20	
59			Triwulan -III	8.50	0.09	0.93	0.18	0.14	
60			Triwulan -IV (Tahunan)	6.50	0.09	0.90	0.09	0.37	
61	2010	AAL	Triwulan- I	48.43	0.04	0.23	0.09	0.00	
62				Triwulan - II	40.93	0.11	0.24	0.16	0.32
63				Triwulan -III	39.90	0.19	0.23	0.02	0.20
64				Triwulan -IV (Tahunan)	50.17	0.29	0.19	0.16	0.15
65			LSIP	Triwulan- I	18.20	0.04	0.32	0.21	0.00
66				Triwulan - II	17.53	0.11	0.35	0.04	0.97
67				Triwulan -III	18.70	0.15	0.30	0.04	0.57
68				Triwulan -IV (Tahunan)	23.93	0.23	0.31	-0.01	0.39
69			SMAR	Triwulan- I	15.13	0.08	0.83	0.14	0.00
70				Triwulan - II	17.71	0.10	0.98	0.11	0.00
71				Triwulan -III	20.33	0.14	1.01	0.04	0.00
72				Triwulan -IV (Tahunan)	25.08	0.22	1.11	0.02	0.69
73			TBLA	Triwulan- I	3.23	0.05	1.71	0.00	0.00
74				Triwulan - II	3.03	0.08	1.70	-0.04	0.00
75				Triwulan -III	2.99	0.10	1.67	0.03	0.00
76				Triwulan -IV (Tahunan)	3.32	0.20	1.95	-0.01	0.24
77			UNSP	Triwulan- I	5.28	0.01	0.59	0.08	0.00
78				Triwulan - II	4.18	0.01	1.03	0.07	0.25
79				Triwulan -III	3.07	0.03	0.92	0.07	0.14
80				Triwulan -IV (Tahunan)	3.52	0.09	1.20	0.08	0.13
81	2011	AAL	Triwulan- I	44.17	0.08	0.22	0.17	0.00	
82				Triwulan - II	46.83	0.14	0.20	0.03	1.15
83				Triwulan -III	42.87	0.18	0.26	0.09	0.60
84				Triwulan -IV (Tahunan)	43.70	0.24	0.17	0.16	0.51
85			LSIP	Triwulan- I	10.82	0.07	0.16	0.05	0.00
86				Triwulan - II	4.80	0.18	0.28	0.13	0.68
87				Triwulan -III	4.53	0.24	0.18	0.11	0.44
88				Triwulan -IV (Tahunan)	4.55	0.29	0.16	0.15	0.28

89		SMAR	Triwulan- I	25.67	0.09	1.05	-0.05	0.00
90			Triwulan - II	32.83	0.16	1.05	0.01	0.00
91			Triwulan -III	33.08	0.21	0.98	0.03	0.29
92			Triwulan -IV (Tahunan)	32.42	0.24	1.01	0.22	0.17
93		TBLA	Triwulan- I	3.29	0.12	1.64	0.05	0.00
94			Triwulan - II	4.35	0.20	1.50	0.06	0.10
95			Triwulan -III	5.28	0.23	1.56	0.12	0.07
96			Triwulan -IV (Tahunan)	4.91	0.26	1.64	0.31	0.19
97		UNSP	Triwulan- I	3.50	0.03	1.17	1.56	0.00
98			Triwulan - II	4.18	0.05	2.19	2.10	0.34
99			Triwulan -III	3.63	0.08	1.11	1.94	0.14
100			Triwulan -IV (Tahunan)	2.83	0.08	1.06	2.65	0.04