

**INTERDEPENDENSI ANTARA PERTUMBUHAN, STRUKTUR MODAL, DAN
KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM PENCAPAIAN NILAI PERUSAHAAN
(Pada Perusahaan Manufaktur *Go Public* di Bursa Efek Indonesia
Periode Tahun 2000-2010)**

Oleh:

Muhamad Umar Mai

E-mail: umar.mai@polban.ac.id dan umarmai@yahoo.com

Dosen Jurusan Akuntansi, Politeknik Negeri Bandung

ABSTRACT

The purpose of this study was to analyze the interdependence between the financial decision variables those are additional investment that make the growth (growth), capital structure (leverage) and dividend policy (dividend payout ratio) to the firm value (Tobin's Q). The population of this study are all manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange between 2000-2010. The sampling method used was purposive sampling with the main criteria the company must distribute cash dividends. Furthermore, to obtain data multivariat normality and goodness of fit of the model study, the 63 pairs of data discarded, so the data analyzed to be 349 companies.

This study used path analysis which refers to a pooled regression models. Thus, the model equations are formulated, be assumed that the value of the intercept and the regression coefficient are constance, both for all firms and period analyzed. The results of the analysis showed that while a company at growth stage, the investors will respond positively, as indicated by the presence of a positive causal relationship between growth and firm value. The source of funds used to make additional investment is derived from retained earnings and additional liability. It is indicated by the presence of a positive causal relationship between growth and the level of leverage. and a negative relationship between growth and dividend payments.

The results of the analysis also found strong evidence that the increase in the debt portion of the capital structure (leverage) in the company has a positive and significant impact on firm value. Regression coefficients for the causal relationship between dividend policy and firm value is positive. However, this study did not find sufficient evidence that the dividend policy (dividend payout ratio) has been significant impact to the firm value.

Keywords: *Growth, Capital Structure Policy and Dividend Policy*

PENDAHULUAN

Theory of the firm menjelaskan bahwa tujuan utama dari pendirian suatu perusahaan adalah untuk menaikkan nilai perusahaan (Salvatore,

2005). Keown (2004) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya,

karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran para pemilik perusahaan. Tujuan utama perusahaan ini, dapat dicapai melalui implementasi terhadap ketiga keputusan keuangan, yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dalam menjalankan kebijakan dividen (Qureshi, 2006). Studi klasik yang telah dilakukan Anthony dan Ramesh (1992) menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara tahapan daur hidup perusahaan (*firm life cycle*) dengan nilai perusahaan.

Firm life cycle theory sebagaimana dikemukakan oleh Anthony dan Ramesh (1992) menjelaskan bahwa ada empat tahapan yang dialami oleh suatu perusahaan dalam siklus daur kehidupannya. Keempat tahapan tersebut adalah tahap *start-ups*; *growth*; *maturity*; dan tahap *decline*. Aharony *et al.* (2003) mendeskripsikan ciri-ciri perusahaan dalam tiap tahapan daur hidupnya itu, sebagai berikut: Tahapan *start-ups* ditandai dengan terbatasnya aset yang dimiliki, adanya kesempatan untuk bertumbuh, *earnings* dan arus kas dari aktivitas operasi yang rendah dan umur yang relatif muda. Pada tahapan *growth* ditandai dengan lebih banyak aset yang dimiliki, pertumbuhan yang pesat, *earnings* dan arus kas dari aktivitas operasi yang mulai tumbuh, dan umur yang memasuki tahap medium. Pada tahapan *mature* ditandai oleh pertumbuhan yang rendah dan perusahaan menjadi *cash cow*. Pada tahapan *decline* ditandai dengan penurunan pertumbuhan, *financing cost* yang tinggi dan kompetisi yang intensif.

Bulan dan Yan (2009) menemukan bukti bahwa perusahaan yang tumbuh (*growth*) memiliki kebutuhan yang lebih besar terhadap pendanaan eksternal dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan dewasa (*maturity*). Kedua faktor ini, yaitu tahap pertumbuhan dan kedewasaan, sangat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan, namun sulit untuk menilai kinerja *pecking order theory* secara empiris tanpa membedakan karakteristik dari seluruh perusahaan berdasarkan laporan keuangannya (Lemmon dan Zender, 2007). DeAngelo *et al.* (2006) menyatakan bahwa dividen cenderung dibayar oleh perusahaan yang berada pada tahapan *mature* dimana kesempatan untuk berkembang sudah rendah dan tingkat keuntungan yang diperoleh sudah tinggi. Sedangkan perusahaan yang berada pada tahapan *growth* dengan kesempatan investasi yang tinggi cenderung untuk mempertahankan labanya daripada membayar dalam bentuk dividen.

Hasil penelitian Aharony *et al.* (2003) menunjukkan bahwa perusahaan dalam tahapan *growth* ditandai dengan lebih banyak aset yang dimiliki, pertumbuhan yang pesat, *earnings* dan arus kas dari aktivitas operasi yang mulai tumbuh, dan umur yang memasuki tahap medium. Penelitian dilakukan Anthony dan Ramesh (1992) menemukan cukup bukti bahwa perusahaan yang berada pada tahapan pertumbuhan (*growth*) cenderung memiliki tingkat pembayaran dividen yang rendah, pertumbuhan penjualan yang tinggi, *capital expenditure* yang tinggi dan umur yang masih relatif muda. Sejalan dengan itu, penelitian

sebelumnya Senchak dan Lee (1980) menemukan, pada saat mengalami pertumbuhan pesat (*growth*), perusahaan akan optimal bila mengadopsi *full financing position* dengan tidak membayar dividen.

Teori dan hasil-hasil penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan pertumbuhan perusahaan, struktur modal dan kebijakan dividen, sebagaimana telah dikemukakan, menunjukkan bahwa pada tahap pertumbuhan perusahaan akan menahan keuntungannya dan akan mengurangi pembayaran dividennya. Selanjutnya, perusahaan yang sedang tumbuh itu juga mempunyai kebutuhan yang lebih besar terhadap pendanaan eksternal. Sementara itu, teori-teori dan hasil penelitian yang menghubungkan kebijakan dividen dan struktur modal terhadap nilai perusahaan masih menunjukkan ketidaksepakatan, sebagaimana yang akan dikemukakan pada telaah teori dan perumusan hipotesis.

Berdasarkan pada uraian teoritis dan hasil-hasil penelitian sebelumnya itu, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut: **Bagaimanakah interdependensi antara variabel-variabel keputusan keuangan yaitu investasi tambahan yang menjadikan pertumbuhan (*growth*), pendanaan (*leverage*), dan kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) dalam pencapaian nilai perusahaan (*firm value*)?** Selanjutnya, atas dasar permasalahan penelitian tersebut, maka tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah untuk menjawab beberapa pertanyaan penelitian (*research questions*) sebagai berikut: (1) apakah pertumbuhan perusahaan ber-

pengaruh terhadap *leverage*?; (2) apakah pertumbuhan perusahaan dan *leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen?; (3) apakah pertumbuhan perusahaan, *leverage*, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?; (4) apakah *leverage* dan kebijakan dividen memediasi hubungan kausalitas antara pertumbuhan perusahaan dan nilai perusahaan?

TELAH TEORI DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pertumbuhan (*Growth*) dan Struktur Modal (*Leverage*)

Senchak dan Lee (1980) menemukan bukti bahwa pada saat mengalami pertumbuhan pesat (*high growth*), perusahaan akan optimal bila mengadopsi *full financing position* dengan tidak membayar dividen. Senchak dan Lee (1980), Sutarno (2002) dalam Qodriyah (2012) mengemukakan bahwa perusahaan pada tahap pertumbuhan akan mengalami peningkatan penjualan, keuntungan, likuiditas dan peningkatan rasio ekuitas terhadap utang serta mulai membayar dividen. Bertentangan dengan hasil penelitian di atas, selanjutnya Lemmon dan Zender, (2007), Bulan dan Yan (2009) menemukan bukti bahwa perusahaan yang tumbuh (*growth*) memiliki kebutuhan yang lebih besar terhadap pendanaan eksternal atau utang yang jauh lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan telah mencapai kedewasaan (*maturity*).

Berdasarkan telaah pustaka di atas, dapat dipahami bahwa perusahaan pada tahap pertumbuhan tentunya memerlukan banyak dana untuk

membiayai tambahan investasinya. Sumber dana yang pertama yang dapat dihimpun adalah dari laba ditahan (*retained earnings*). Namun demikian, pada umumnya kebutuhan akan tambahan dana itu jauh lebih besar dibandingkan dengan jumlah dana yang dapat diperoleh dari *retained earnings*, oleh karena itu perusahaan juga akan melakukan pembiayaan eksternal (*leverage*) yang lebih besar. Dengan demikian, hipotesis pertama yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

H1: Semakin besar pertumbuhan perusahaan maka akan semakin besar pula pembiayaan eksternal (*leverage*) yang dibutuhkan.

Pertumbuhan (*Growth*) dan Kebijakan Dividen

Berkaitan dengan hubungan kausalitas antara *growth* dan *dividend policy*, DeAngelo *et al.* (2006) menyatakan perusahaan yang berada pada tahapan *growth* dengan kesempatan investasi yang tinggi cenderung untuk mempertahankan labanya daripada membayar dalam bentuk dividen.

Bersadarkan telaah pustaka di atas, dapat dipahami bahwa perusahaan pada tahap pertumbuhan tentunya memerlukan banyak dana untuk membiayai tambahan investasinya. Sesuai dengan penjelasan *pecking order theory*, alternatif pertama sumber dana yang dapat dihimpun perusahaan untuk membiayai investasinya adalah dari *retained earnings*. Perusahaan masih mungkin untuk tetap mempertahankan pembayaran dividennya, namun dalam hal ini tentunya akan terjadi

pengurangan. Dengan demikian, hipotesis kedua yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

H2: Semakin besar pertumbuhan perusahaan maka akan semakin berkurang dividen (*dividend payout ratio*) yang dibayarkan.

Struktur Modal (*Leverage*) dan Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio*)

Pembayaran dividen dapat memaksa manajer mencari sumber pendanaan baru yang bersifat eksternal, diantaranya utang (Crutchley dan Hansen, 1989). Walaupun tidak menimbulkan utang baru, dividen dibayar melalui laba bersih sehingga mengurangi laba ditahan dan akhirnya ekuitas perusahaan. Dividen yang tinggi berarti perusahaan akan lebih banyak menggunakan utang (*debt*) untuk membiayai investasinya, hasil akhir yang diperoleh sama yaitu peningkatan proporsi utang dalam struktur modal perusahaan (Easterbrook, 1984; dalam Chyntia A. Utama, 2003).

Residual dividend theory menjelaskan bahwa adanya biaya penerbitan saham baru, menyebabkan perusahaan lebih mengutamakan pendanaan internal. Perusahaan akan melakukan pembayaran dividen setelah dana untuk kebutuhan investasi terpenuhi, dengan kata lain hanya jika ada pendapatan tersisa (*residual*), maka dividen dibayarkan (Martin *et al.*, 1994). Bertentangan dengan penjelasan sebelumnya, Bulan dan Yan (2009) menemukan bukti bahwa perusahaan yang tumbuh (*growth*) memiliki kebutuhan yang lebih besar terhadap

pendanaan eksternal dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan *maturity*. Sementara itu, DeAngelo *et al.* (2006) menyatakan bahwa dividen cenderung dibayar oleh perusahaan yang berada pada tahapan *mature* dimana kesempatan untuk berkembang sudah rendah dan tingkat keuntungan yang diperoleh sudah tinggi. Sedangkan perusahaan yang berada pada tahapan *growth* dengan kesempatan investasi yang tinggi cenderung untuk mempertahankan labanya daripada membayar dalam bentuk dividen.

Bersasarkan telaah pustaka di atas, dapat dipahami bahwa perusahaan pada tahap pertumbuhan akan memerlukan banyak dana untuk membiayai tambahan investasinya. Sumber dana yang pertama yang dapat dihimpun adalah dari *retained earnings*. Namun demikian, pada umumnya kebutuhan akan tambahan dana itu jauh lebih besar dibandingkan dengan jumlah dana yang dapat diperoleh dari *retained earnings*, oleh karena itu perusahaan juga akan melakukan pembiayaan eksternal (*leverage*) yang lebih besar. Sebagaimana telah dikemukakan, pada tahap *growth* perusahaan masih dimungkinkan untuk tetap mempertahankan pembayaran dividennya, namun dalam hal ini tentunya akan terjadi pengurangan. Dengan demikian, hipotesis ketiga yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

H3: Struktur modal (*leverage*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen (*dividend payout ratio*).

Pertumbuhan (*Growth*) dan Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Ekspetasi para investor terhadap perusahaan yang sedang dalam pertumbuhan adalah relatif tinggi, karena perusahaan dalam tahapan pertumbuhan itu bila mampu memanfaatkan peluang yang ada akan masuk pada tahapan matang. Investor berharap perusahaan dengan tahapan pertumbuhan akan mampu menciptakan peluang pendapatan berupa *capital gain*, sedangkan bila perusahaan masuk pada tahapan matang maka ekspetasi para investor adalah berupa pembagian dividen dalam jumlah yang relatif besar (Lang dan Litzehberger, 1989; Kaestner dan Liu 1998, chen *et al.*, 2000; Linn dan park, 2005).

Signaling theory menjelaskan bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator dari nilai perusahaan. Jenis pengeluaran modal memiliki pengaruh besar terhadap nilai perusahaan karena informasi tersebut membawa indikasi tentang pertumbuhan pendapatan yang diharapkan di masa yang akan datang (Hasnawati, 2005). Peluang-peluang investasi sangat mempengaruhi nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham (Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Bersasarkan telaah pustaka di atas, dapat dipahami bahwa perusahaan yang melakukan tambahan-tambahan investasi akan direspon dengan baik oleh para investor, karena diprediksi akan mampu menciptakan peluang pendapatan berupa *capital gain*, sedangkan bila perusahaan masuk pada

tahapan matang maka ekspektasi para investor adalah berupa pembagian dividen dalam jumlah yang relatif besar. Dengan demikian, hipotesis keempat yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

H4: Pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*firm value*).

Struktur Modal (*Leverage*) dan Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Ada dua pandangan mengenai keputusan pendanaan. Pandangan pertama dikenal dengan pandangan tradisional yang ditunjukkan oleh dua teori yaitu *trade off theory* dan *pecking order theory*. Pandangan tersebut menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Pandangan kedua yaitu menurut Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Masulis (1980) melakukan penelitian dalam hubungannya dengan keputusan pendanaan, menemukan bahwa terdapat kenaikan *abnormal returns* sehari sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan proporsi utang, sebaliknya terdapat penurunan *abnormal returns* pada saat perusahaan mengumumkan penurunan proporsi utang. Pihak luar mengartikan peningkatan utang yaitu tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar (Brigham dan Houston, 2006). Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka tersebut maka hipotesis kelima yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

H5: Struktur modal (*leverage*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*firm value*)

Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio*) dan Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Manajemen memiliki dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih (laba) setelah pajak, yaitu diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan atau akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Para pemegang saham biasanya menginginkan laba tersebut dibagikan dalam bentuk dividen, sedangkan manajer menginginkan laba tersebut diinvestasikan kembali.

Dividend signaling theory pertama kali dikemukakan Bhattacharya (1979), menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend*, dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa yang akan datang. Terdapat sejumlah perdebatan mengenai bagaimana kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan (Hatta, 2002). Pendapat pertama menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan, disebut *dividend irrelevance theory*. Pendapat kedua menyatakan bahwa dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan, disebut *bird in the hand theory*. Pendapat ketiga menyatakan bahwa semakin tinggi *dividend payout ratio* suatu perusahaan, maka nilai perusahaan tersebut akan semakin rendah. Berdasarkan telaah pustaka di atas, dapat dipahami bahwa perusahaan yang melakukan tambahan-tambahan investasi akan direspon dengan baik oleh para investor, karena

diprediksi akan mampu menciptakan peluang pendapatan berupa *capital gain*, sedangkan bila perusahaan masuk pada tahapan matang maka ekspektasi para investor adalah berupa pembagian dividen dalam jumlah yang relatif besar. Dengan demikian, hipotesis keenam yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

H6: Semakin tinggi tingkat pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) maka akan semakin tinggi pula nilai perusahaan (*firm value*).

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dengan periode pengamatan antara tahun 2000-2010. Metode pengambilan sampel adalah *purposive sampling*, dengan kriteria: (1) Perusahaan menerbitkan laporan keuangan dari tahun 2000-2010; (2) Perusahaan memiliki data laporan keuangan lengkap selama periode yang diamati;

(3) Perusahaan membagikan dividen tunai. Berdasarkan pada kriteria pemilihan sampel tersebut, diperoleh 412 sampel perusahaan. Selanjutnya, untuk mendapatkan normalitas data secara multivariat dan untuk mendapatkan *goodness of fit* dari model penelitian yang diajukan, maka 63 pasang data dibuang, dengan demikian data yang dianalisis adalah sebanyak 349 sampel perusahaan.

Alat Analisis Data

Penelitian ini menggunakan *path analysis* yang mengacu pada *pooled regression model*. *Pooled regression model* adalah salah satu model yang disarankan Gujarati (2003: 640) dalam menangani *data panel* atau gabungan antara *crosssection* dan *time series data*. Model regresi ini mengasumsikan *intercept* dan koefisien regresi adalah konstan, baik untuk seluruh sampel perusahaan maupun untuk seluruh periode yang dianalisis. Selanjutnya, dengan menghilangkan koefisien *intercept*, berikut adalah model persamaan matematis yang dapat dirumuskan:

$$LEV = \rho_{Y1X1} GRWT + \epsilon_1 \dots \dots \dots (1)$$

$$DPR = \rho_{Y2X1} GRWT + \rho_{Y2Y1} LEV + \epsilon_2 \dots \dots \dots (2)$$

$$TBNS'Q = \rho_{Y3X1} GRWT + \rho_{Y3Y1} LEV + \rho_{Y3Y2} DPR + \epsilon_3 \dots \dots \dots (3)$$

Dimana:

...; $Y_{1,2,3}$; X_1 = Koefisien jalur ; dan ϵ_1 s.d ϵ_3 = adalah *Error of estimate*.

Definisi Operasionalisasi Variabel Penelitian

Penjelasan tentang definisi, pengukuran, dan indikator variabel yang

digunakan dalam penelitian ini, disajikan pada Tabel 1, berikut:

Tabel 1: Definisi Operasionalisasi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Konsep Variabel	Pengukuran Variabel
Nilai Perusahaan (TBNSQ)	Menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap tambahan investasi	$TBNSQ = (MVE + DEBT) / TA$ <p>MVE = Market Value of Equity TA = Total Assets DEBT = Current Liabilities Current Assets) + Inventories + Non Current Liabilities.</p>
Pertumbuhan Perusahaan/ <i>Growth</i> (GRWT)	Menunjukkan perubahan (pertumbuhan) baik positif maupun negatif atas total aset yang dimiliki perusahaan, dalam satu tahun laporan keuangan.	$GRWT = \frac{TA_{thn\ i} - TA_{thn\ i-1}}{TA_{thn\ i-1}}$ <p>TA = Total Asset i = Tahun Berjalan i - 1 = Satu Tahun Sebelumnya.</p>
<i>Debt to Assets Ratio</i> atau <i>Leverage</i> (LEV)	Proporsi penggunaan total utang untuk membiayai seluruh investasi.	$LEV = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$ <p>Assets Ratio</p>
Kebijakan Dividen <i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)	Proporsi dari laba bersih perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham.	$DPR = \frac{DPS}{EPS}$ <p>DPS = Dividend Per Share EPS = Earnings Per Share</p>

Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini

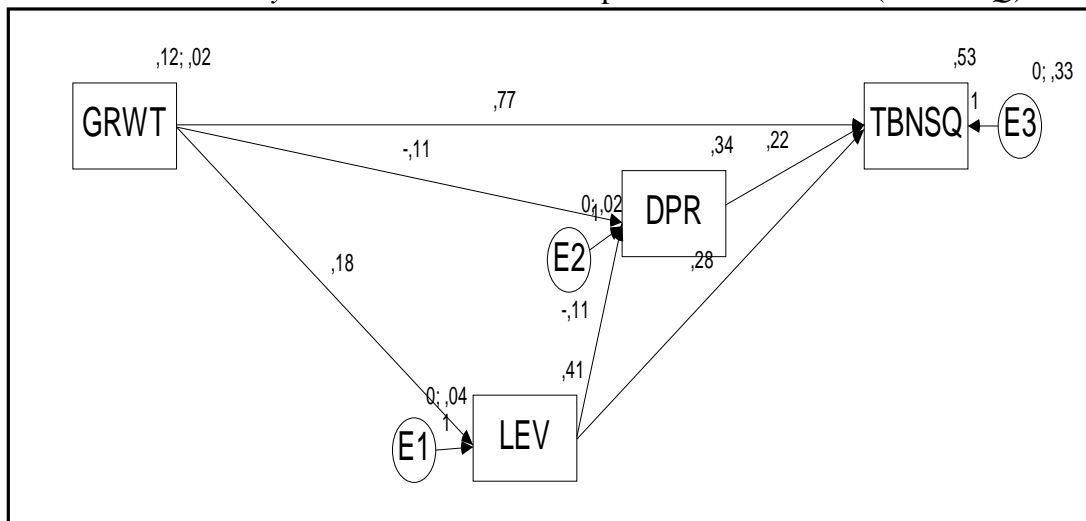
HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Diagram analisis jalur (*path analysis*) hasil analisis data yang

menggunakan paket program Amos 16.0, disajikan pada Gambar 1 berikut. Gambar *path analysis* yang dimaksud memuat koefisien-koefisien regresi dari hubungan kausalitas antar variabel yang terlibat dalam model empiris dari penelitian.

Gambar 1: Diagram Hasil *Path Analysis*: Interdependensi *Growth*, *Leverage*, dan *Dividend Payout Ratio* Dalam Mencapai Nilai Perusahaan (*Tobin's Q*)



Sumber: Hasil analisis data menggunakan paket program Amos 16.0

Sebelum hasil analisis data ini digunakan untuk menguji seluruh hipotesis, yang telah dirumuskan, maka akan dilakukan pengujian *goodness of fit* atas model penelitian ini. Berdasarkan hasil pengujian yang telah

dilakukan terhadap kelayakan model (*goodness of fit*), selanjutnya dapat disajikan Tabel 1, yang menyajikan ringkasan dari hasil evaluasi kriteria *goodness of fit* yang dimaksud, sebagai berikut:

Tabel 2: Ringkasan Hasil Evaluasi *Goodness Of Fit*

<i>Goodness of fit Index</i>	<i>Cut-off Value</i>	Hasil Model	Keterangan
<i>Absolute Measures</i>			
χ^2 - Chi-Square	Diharapkan lebih kecil	1,062	Nilai χ^2 dengan df 1 adalah 3,84146. Nilai <i>Chi-Square</i> 1,062 ini adalah lebih kecil.
Probability	$\geq 0,05$	0,303	Baik sekali
CMIN/DF	$\leq 2,00$	1,062	Baik sekali
RMSEA	$\leq 0,08$	0,020	Baik sekali
GFI	$\geq 0,90$	0,997	Baik sekali
<i>Incremental Fit Measures</i>			
AGFI	$\geq 0,90$	0,959	Baik sekali
TLI	$\geq 0,95$	0,988	Baik sekali
CFI	$\geq 0,95$	0,999	Baik sekali
NFI	$\geq 0,90$	0,982	Baik sekali

Sumber: Hasil analisis data pada *output goodness of fit*

Sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 2, maka dapat diketahui bahwa hasil penilaian *goodness of fit* adalah cukup layak. Selanjutnya, berdasarkan

pada Gambar 1 dan *regression weights* pada *output* hasil analisis program Amos 16.0, dapat disusun persamaan struktural, sebagai berikut:

$$\begin{matrix} \text{LEV} & = & + 0,177 \text{ GRWT} & \dots\dots\dots & (4) \\ (\text{sig. t}) & & (0,018) & & \end{matrix}$$

$$\begin{matrix} \text{DPR} & = & - 0,107 \text{ GRWT} - 0,113 \text{ LEV} & \dots\dots\dots & (5) \\ (\text{sig. t}) & & (0,062) & (0,006) & \end{matrix}$$

$$\begin{matrix} \text{TBNS'Q} & = & + 0,766 \text{ GRWT} & + 0,283 \text{ LEV} & + 0,220 \text{ DPR} & \dots\dots\dots & (6) \\ (\text{sig. t}) & & (0,001) & (0,092) & (0,314) & & \end{matrix}$$

Pertumbuhan (*Growth*) dan Struktur Modal (*Leverage*)

Rumusan hipotesis pertama (H₁) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh positif terhadap struktur modal (*leverage*). Dengan kata lain bahwa semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka akan semakin besar pula pendanaan eksternal (*debt*) yang diperlukan. Persamaan struktural 4 menunjukkan bahwa pengaruh *growth* (GRWT) terhadap *leverage* (LEV) mempunyai nilai koefisien regresi sebesar +0,177 dan nilai sig-t 0,018, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada $\alpha = 5\%$ atau *level of significance* = 95%. Dengan demikian, hasil pengujian data yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa hipotesis satu (H₁) dapat diterima.

Pertumbuhan (*Growth*) dan Kebijakan Dividen

Rumusan hipotesis kedua (H₂) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan rasio

pembayaran dividen (*dividend payout ratio*), dengan kata lain semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka akan semakin kecil rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*). Persamaan struktural 5 menunjukkan bahwa pengaruh *growth* (GRWT) terhadap *dividend payout ratio* (DPR) mempunyai nilai koefisien regresi - 0,107 dan nilai sig-t 0,062, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang negatif dan signifikan pada $\alpha = 10\%$ atau *level of significance* 90%. Dengan demikian, hasil pengujian data yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa hipotesis dua (H₂) dapat diterima.

Struktur Modal (*Leverage*) dan Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio*)

Rumusan hipotesis ketiga (H₃) menyatakan bahwa struktur modal perusahaan (*leverage*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*), dengan kata lain semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan maka akan semakin kecil rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*).

Persamaan struktural 5 menunjukkan bahwa pengaruh *leverage* (LEV) terhadap *dividend payout ratio* (DPR) mempunyai nilai koefisien regresi -0,113 dan nilai sig-t 0,006, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang negatif dan signifikan pada $\alpha = 1\%$ atau *level of significance* = 99%. Dengan demikian, hasil pengujian data yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa hipotesis tiga (H₃) dapat diterima.

Pertumbuhan (*Growth*) dan Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Rumusan hipotesis empat (H₄) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*firm value*). Dengan kata lain semakin tinggi tingkat *growth* (GRWTH) perusahaan maka akan semakin tinggi pula *firm value* (TBNS'Q). Persamaan struktural 6 menunjukkan bahwa pengaruh *growth* (GRWTH) terhadap *firm value* (TBNS'Q) mempunyai nilai koefisien regresi +0,766 dan nilai sig-t 0,001, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada $\alpha = 1\%$ atau *level of significance* = 99%. Dengan demikian, hasil pengujian data yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa hipotesis empat (H₄), dapat diterima.

Struktur Modal (*Leverage*) dan Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Rumusan hipotesis lima (H₅) menyatakan bahwa struktur modal perusahaan (*leverage*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*firm value*). Dengan kata lain semakin tinggi tingkat *leverage* (LEV) yang dimiliki suatu perusahaan maka akan semakin

tinggi pula *firm value* (TBNS'Q) yang dapat dicapai. Persamaan struktural 6 menunjukkan bahwa pengaruh *leverage* (LEV) terhadap *firm value* (TBNS'Q) mempunyai nilai koefisien regresi sebesar +0,283 dan nilai sig-t 0,092, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada $\alpha = 10\%$ atau *level of significance* = 90%. Dengan demikian, hasil pengujian data yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa hipotesis lima (H₅), dapat diterima.

Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio*) dan Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Rumusan hipotesis enam (H₆) menyatakan bahwa kebijakan pembayaran dividen tunai (*dividend payout ratio*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*firm value*). Dengan kata lain semakin tinggi tingkat *dividend payout ratio* (DPR) maka akan semakin tinggi pula *firm value* (TBNS'Q) yang dapat dicapai. Persamaan struktural 6 menunjukkan bahwa pengaruh *dividend payout ratio* (DPR) terhadap *firm value* (TBNS'Q) mempunyai nilai koefisien regresi sebesar +0,220 dan nilai sig-t 0,314, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang positif tetapi tidak signifikan. Dengan demikian, hasil pengujian data yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa hipotesis lima (H₆), tidak dapat diterima.

Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan pada hasil analisis data yang telah dilakukan, maka beberapa temuan penting dari penelitian ini dapat dikemukakan. Pertama, ketika

perusahaan melakukan tambahan investasi yang ditunjukkan dengan adanya pertumbuhan (*growth*) positif, maka diapresiasi dengan sangat baik oleh para investor dan calon investor. Hal ini ditunjukkan dengan adanya hubungan kausalitas yang positif dan sangat signifikan antara *growth* dan *firm value*. Kedua, ketika perusahaan melakukan tambahan investasi atau pertumbuhan, maka sumber dana yang digunakan adalah dengan menambah porsi utang dalam struktur modalnya dan dengan menambah jumlah laba yang ditahan (*retained earnings*). Hal ini ditunjukkan dengan adanya hubungan kausalitas yang positif dan signifikan antara *leverage* dan *growth*. Selain itu ditunjukkan pula dengan adanya hubungan kausalitas yang negatif dan signifikan antara *dividen payout ratio* dan *growth*.

Kebijakan penambahan porsi utang dalam struktur modal (*leverage*) yang digunakan untuk mendanai sebagian pertumbuhan perusahaan telah diapresiasi dengan baik oleh para investor dan calon investor. Kondisi ini ditunjukkan dengan adanya hubungan kausalitas yang positif dan sangat signifikan antara *leverage* dan *Tobin's Q*. Temuan ini menjadi penting karena sangat mendukung *agency theory* yang menjelaskan bahwa utang merupakan salah satu faktor untuk mengatasi *agency problem*, tepatnya mengatasi

kecenderungan manajer untuk berperilaku oportunistik. Penambahan porsi utang dalam struktur modal (*leverage*) perusahaan tersebut, berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividen payout ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa penambahan utang secara signifikan telah mengurangi kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada para investornya.

Hasil analisis data terhadap model empiris dari penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan pembayaran dividen (*dividen payout ratio*) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Koefisien regresi menunjukkan arah positif dan cukup besar (0,220) tetapi hasil uji t menunjukkan nilai 0,314, jauh di atas 0,05 sebagai batas penerimaan hipotesis pada *level of significance* 95%. Dengan demikian, hasil penelitian ini mendukung *dividend irrelevance theory* dari Miller dan Modigliani, tetapi menolak *bird in the hand theory* dari Myron Gordon dan John Lintner dan *tax preference theory* dari Litzenberger dan Ramaswamy. Selanjutnya, hasil dan pembahasan untuk *leverage* dan *dividen payout ratio* sebagai variabel mediasi dalam hubungan kausalitas antara *growth* dan *firm value*, dapat ditunjukkan dengan Tabel 3 berikut:

Tabel 3: Mediasi *Leverage* dan *Dividend Payout Ratio* dalam Hubungan Kausalitas antara *Growth* dan *Tobin's Q*

KETERANGAN	Variabel Independen		
	GRWT	LEV	DPR
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Firm Value</i> (TBNSQ)	+0,766	+0,283	+0,220
• Pengaruh GRWT terhadap DPR adalah	-	-	-

KETERANGAN	Variabel Independen		
	GRWT	LEV	DPR
• Pengaruh GRWT terhadap LEV adalah + 0,177	-	-	-
• Pengaruh tidak langsung (melalui DPR) variabel independen terhadap variabel dependen (TBNSQ)	-0,024	-	-
• Pengaruh tidak langsung (melalui LEV) variabel independen terhadap variabel dependen (TBNSQ)	+0,050	-	-

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel 3, diketahui bahwa nilai koefisien pengaruh langsung *Growth* terhadap *Tobin's Q* adalah sebesar 0,766. Pengaruh *Growth* secara tidak langsung atau melalui *Dividen Payout Ratio* terhadap *Tobin's Q* adalah -0,024. Pengaruh *Growth* secara tidak langsung atau melalui *Leverage* terhadap *Tobin's Q* adalah 0,050. Dengan demikian, dapat dirangkumkan bahwa pengaruh pertumbuhan (*growth*) terhadap *firm value* (*Tobin's Q*) adalah bersifat langsung.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Kesimpulan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil analisis data yang mengacu pada perumusan masalah dan pengujian terhadap hipotesis yang ada pada penelitian ini, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan, yaitu sebagai berikut:

1. Pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh positif terhadap struktur modal (*leverage*) perusahaan. Dengan demikian, semakin tinggi pertumbuhan maka akan semakin tinggi pula porsi utang yang ada pada struktur modal perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan menggunakan tambahan

sumber dana eksternal (*debt*) untuk membiayai tambahan investasinya, disamping sumber dana internal (*retained earnings*). Kondisi ini mengindikasikan pula bahwa secara umum perusahaan mempunyai target struktur modal yang optimal.

2. Pertumbuhan perusahaan (*growth*) dan struktur modal (*leverage*) perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*). Dengan demikian semakin besar atau tinggi pertumbuhan dan *leverage* perusahaan maka akan semakin kecil atau rendah bagian keuntungan perusahaan yang digunakan untuk pembayaran dividen. Temuan ini semakin kuat mengindikasikan bahwa perusahaan menggunakan tambahan sumber dana eksternal (utang/*debt*) untuk membiayai tambahan investasinya, disamping sumber dana internal berupa laba yang ditahan (*retained earnings*).
3. Pertumbuhan (*growth*) dan struktur modal (*leverage*) perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*firm value*). Dengan demikian, semakin besar pertumbuhan dan *leverage* perusahaan maka akan semakin besar pula nilai perusahaan. Temuan penting dalam penelitian ini adalah

bahwa investor dan calon investor merespon positif terhadap peningkatan porsi utang pada struktur modal perusahaan. Pengaruh *dividend payout ratio* mempunyai koefisien regresi positif, namun demikian, penelitian ini tidak menemukan cukup bukti bahwa kebijakan pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

4. Tingkat *leverage* dan *dividend payout ratio* tidak memediasi hubungan kausalitas antara pertumbuhan perusahaan (*growth*) dan nilai perusahaan (*firm value*). Dengan demikian, pengaruh positif pertumbuhan perusahaan (*growth*) terhadap nilai perusahaan (*firm value*) adalah bersifat langsung.

Implikasi Hasil Penelitian

Berdasarkan kesimpulan yang telah dikemukakan, maka hasil penelitian ini menyarankan kepada para investor atau calon investor, bahwa apabila akan melakukan investasi hendaknya memilih perusahaan-perusahaan yang sedang tumbuh. Saran ini lebih ditujukan kepada investor atau calon investor yang tidak atau kurang menyukai dividen, yaitu investor yang berpenghasilan besar dan tidak membutuhkan uang tunai, serta investor-investor yang terkena pajak tinggi.

Hasil penelitian ini memberikan masukan kepada pemerintah sebagai pembuat regulasi, hendaknya tetap mempertahankan bahkan lebih ketat dalam pengawasan terhadap penggunaan dana masyarakat. Hasil penelitian ini memberikan masukan

kepada pihak bank atau lembaga keuangan lainnya untuk tetap dan lebih berhati-hati dalam memberikan kredit investasinya. Hal ini disebabkan para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan utang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan melainkan untuk kepentingan oportunistik, disamping utang juga bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J., H. Falk, dan N. Yehuda, 2003, *Corporate Life Cycle and the Value Relevance of Cash Flow versus Accrual Financial Information*, Working Paper, Tel Aviv University.
- Anthony, J. H., dan K. Ramesh, 1992, *Association between Accounting Performance Measure and Stock Prices: a Test of the Life Cycle Hypothesis*, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15: 203-227.
- Bhattacharya, S. (1979), "Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy". *Bell Journal of Economics*, Vol. 10: pp. 259-270.
- Brigham, Eugene F. dan Houston Joel F. (2006), "*Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jilid 1*". Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Edisi Kesepuluh, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Bulan, Laarni dan Yan, Zhipeng (2009), "The Pecking Order Theory and the Firm's Life Cycle". Forthcoming, *Banking and Finance Letters*.

- Chen, S.S., K.W. Ho, C.F. Lee dan G.H.H. yeo, 2000, Investment opportunity, Free cash Flow and Market Reaction to International Joint Venture, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24:1747-1765.
- Chyntia A, Utama (2003), “*Tiga Bentuk Masalah Keagenan (Agency Problem) dan Alternatif Pemecahannya*”. Manajemen Usahawan Indonesia. NO. 09/Th. XXXII, Januari.
- Crutchley, C.E dan R. Hansen (1989), “A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, Corporate Dividends”. *Financial Management*, Vol. 18; pp. 35 – 57.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo and Rene Stulz (2006), Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory. *Journal of Financial Economics* 81:2, 227-254.
- Easterbrook, Frank, 1984, Two agency cost explanations of dividends, *American Economic Review* 74, 650-659.
- Gujarati, I, Damodar N (2003), “*Basic Econometrics*”. Fourth Edition, Mc Graw-Hill, Inc.
- Hasnawati Sri (2005), “Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik”, (Di Bursa Efek Jakarta). Disertasi, tidak dipublikasikan. Universitas Padjadjaran Bandung.
- Hatta, A. J. 2002. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder. *JAAI* 6 (Desember 2): 1-22.
- Kaestner, R., dan F. Y. Liu, 1998, New Evidence on The Information content of Dividend Announcement, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 38, [2]: 251-274.
- Keown.et.al. 2004. Manajemen Keuangan : Prinsip-Prinsip dan Aplikasi. Edisi 9, Indeks. Jakarta
- Lang, L. H. P., dan R. H. Litzenger, 1989, Dividend Announcement: cash Flow signalling VS Free Cash Flow Hypothesis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24: 181-191 .
- Lemmon, Michael L. and Jaime F. Zender (2007), Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories, working paper, University of Colorado at Boulder.
- Linn, S.C., dan D. Park, 2005, Outside Director Compensation Policy and the Investment Opportunity Set, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11: 680-715.
- Masulis, Ronald W. (1980), “The Effect of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, No. 2, June: pp. 139-178
- Martin, John D., Keown, Arthur J., Petty, J. William, and Scott, Jr., David F. (1994), “*Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*”. Edisi Kelima, Raja Grafindo Persada, Jakarta.

- Modigliani, F., and M. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48 (3), pg. 261-297.
- Qodriyah, Riza Dwi Lailatul. (2012). Laba atau Arus Kas Perusahaan Sebagai Parameter Kinerja Perusahaan Berdasarkan Siklus Hidup Perusahaan. Politeknik Kediri. *Jurnal Akuntansi dan Ekonomi Bisnis*. Vol 1, No. 1.
- Qureshi, Muhammad Azeem (2006), "System dynamics modelling of firm value". *Journal of Modelling in Management*. Vol. 2, No. 1, pp. 24-39.
- Senchack, A.J., dan W.Y. Lee, 1980, Comparative Dynamics in a Life Cycle Theory of the Firm, *Journal of Business Research*, Vol._: 159-185.
- Wahyudi, Untung dan Prasetyaning, Hartini Pawestri.2005. "Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan : Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening". Simposium Nasional Akuntansi IX. Padang 23-26 Agustus.