



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

1

PENGARUH PROFITABILITAS DAN KEPEMILIKAN *INSIDER* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN UTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING*
(Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)

Muhammad Ikbal

Universitas Mulawarman, Samarinda

Sutrisno

Universitas Brawijaya, Samarinda

Ali Djamhuri

Universitas Brawijaya, Samarinda

***Abstract:** The aim of this research test and prove empirically profitability and ownership insider on firm value that mediated by debt policy (leverage) and dividend policy as intervening variable. Data that used was secondary data of 32 manufacturing company in Indonesia Stcok Exchange (BEI) with year of perception for 4 years, since 2005 till 2008. Method of data analysis use mediated path model to test the theory in line with research purpose. Result finding indicated profitability positively and significantly on firm value, nevertheless is not to debt policy and dividend policy. Insider ownership negative and significantly on debt policy, nevertheless is not to policy dividend and firm value, meanwhile debt policy has an effect on significant to dividend policy, but is not to firm value, finnaly dividend policy not has a significant effect on firm value. This research finding also oppose against with static tradeoff theory. Static trade off theory focuses discussion at trade off between cost of debt and benefit of debt (Huang and Ritter, 2004). Static trade off assumed that capital structure of company is determined by considered tax-deductible benefit when increasing level of debt and increasing level of agency cost in other side.*

Keywords: profitability, insider ownerships, debt policy, dividend policy, firm value.

1. Pendahuluan

Perusahaan sebagai entitas ekonomi lazimnya memiliki tujuan jangka pendek dan jangka panjang, dalam jangka pendek perusahaan bertujuan memperoleh laba secara maksimal dengan menggunakan sumberdaya yang ada, sementara dalam jangka panjang tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Upaya peningkatan nilai perusahaan bisa jadi akan mengalami kendala, khususnya menyangkut permasalahan keagenan (*agency problem*). *Debt*holders



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

2

bisa termasuk dalam salah satu pihak yang terlibat dalam hubungan keagenan, jika manajer memiliki ikatan kontrak utang (*debt contract*) dengan *debtholders*.

Utang merupakan instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Sampai batas tertentu, semakin tinggi proporsi utang suatu perusahaan maka semakin tinggi harga saham perusahaan itu, namun pada titik tertentu lainnya peningkatan utang akan menurunkan nilai perusahaan (Chen dan Steiner, 1999). Selain utang, salah satu sumber pendanaan perusahaan berasal dari laba ditahan, yang ditetapkan melalui kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan (Anil dan Kapoor, 2008).

Upaya untuk mengetahui hubungan kausalitas antara profit dengan kebijakan utang telah dilakukan oleh beberapa peneliti, di antaranya adalah Myers dan Majluf (1984) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan *leverage*. Sementara itu Jensen (1986) menemukan hal yang berbeda dengan Myers dan Majluf, menurutnya *leverage* dengan *profitability* berhubungan positif jika kontrol pasar atas perusahaan tidak efektif. Megginson (1997:306) mengemukakan bahwa kecenderungan perusahaan dalam sebuah industri adalah profitabilitas berhubungan terbalik dengan *leverage*, karena perusahaan yang *profitable* cenderung untuk mempunyai pinjaman yang lebih sedikit. Begitu pula menurut *pecking order theory*, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Hasil studi terhadap hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan masih beragam. Demsets dan Lehn (1985) dalam studinya menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki hubungan dengan nilai perusahaan. Sebaliknya studi yang dilakukan oleh Mc.Connell dan Servals (1999) menunjukkan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Perbedaan tersebut bias jadi disebabkan oleh biaya agensi. Penelitian Collins *et al.* (2009)



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

3

menyatakan semakin meningkatnya kepemilikan *insider* maka biaya agensi akan semakin menurun, sepanjang manajer tersebut mengharapkan efek kesejahteraan yang lebih pada keputusannya.

Dengan demikian, hal penting yang membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah bahwa penelitian sebelumnya melakukan pengujian secara parsial dari masing-masing variabel, sementara, penelitian ini mengintegrasikan variabel baru dan variabel yang telah diteliti ke dalam suatu model penelitian dengan menggunakan model persamaan struktur dalam sebuah analisis *path*. Selain itu, profitabilitas dan kepemilikan *insider* memiliki peran penting dalam kebijakan utang dan kebijakan dividen, kedua kebijakan ini pada akhirnya dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Oleh karena, kepemilikan *insider*, profitabilitas, kebijakan utang dan kebijakan dividen menjadi saling memiliki keterkaitan, maka perlu dilakukan pengujian secara empiris terhadap hubungan tersebut.

Motivasi dilakukannya penelitian ini adalah; *pertama*, secara teoritis seperti yang ungkapkan oleh Masulis dan Trueman, (1988); Chen dan Steiner (1999) serta Modigliani dan Miller (1958) bahwa kebijakan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, semakin tinggi proporsi utang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan utang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan. Penelitian ini ingin menguji apakah benar kebijakan utang akan meningkatkan nilai perusahaan. *kedua*, teori mengenai dividen merupakan salah satu teori yang fundamental dalam manajemen keuangan yang membahas tentang hubungan fungsional antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan, hal ini masih kontroversial, satu pihak menganggap bahwa dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dikenal dengan *the irrelevance of dividend proportion*, pihak lain memandang bahwa dividen memiliki relevansi dengan nilai perusahaan hal ini melahirkan *the relevance of dividend proportion*. Situasi ini menjadikan isu tentang kebijakan dividen tetap sebagai sebuah *puzzle* yang belum sepenuhnya terpecahkan.



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

4

Masalah penelitian ini terkait dengan kebijakan utang dan kebijakan dividen merupakan kebijakan manajer dalam hal mengatur pendanaan di perusahaan. Kebijakan utang dan kebijakan dividen sedikit banyak akan mempengaruhi nilai perusahaan, yang menjadi harapan pemegang saham, dalam upaya meningkatkan kemakmuran pemegang saham itu sendiri. Berdasarkan latar belakang dan motivasi penelitian yang telah diungkapkan tersebut, dapat disusun rumusan permasalahan atau pertanyaan penelitian sebagai berikut; (1) apakah profitabilitas berpengaruh secara langsung terhadap kebijakan utang, kebijakan dividen dan nilai perusahaan?, (2) apakah kepemilikan insider berpengaruh langsung terhadap kebijakan utang, kebijakan dividen dan nilai perusahaan? (3) apakah kebijakan utang berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividend an nilai perusahaan? dan (4) apakah kebijakan dividen berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan?

2. Landasan Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Dasar Teoritis

2.1.1. *Static trade off theory*

Static tradeoff theory memfokuskan bahasan pada *trade off* antara *cost of debt* dan *benefit of debt* (Huang dan Ritter, 2004). *Static trade off* berasumsi bahwa struktur modal suatu perusahaan ditentukan dengan mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak ketika utang meningkat di satu sisi dan meningkatnya *agency cost* (biaya agensi) pada sisi yang lain.

2.1.2. *Pecking Order Theory*

Teori ini pertama kali dikenalkan oleh Donaldson pada tahun (1961), sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers (1984). Menurut Myers (1984), perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yakni dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi.



2.1.3. Model-model Ekplanasi Dividen

Ada dua proporsi mengenai relevansi kebijakan dividen dalam kaitannya dengan dengan kesejahteraan pemegang saham menurut Brigham dan Houston (2001:155) membagi model-model ekplanasi dividen menjadi dua yaitu *the irrelevance of dividend proposition* dan *the relevance of dividend proposition*.

2.1.3.1. *The Irrelevance of Dividend Proposition*

Modigliani dan Miller (1958) memberikan argumen yang paling komprehensif mengenai ketidak-relevan-an bahwa kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Argumen ini didasarkan pada asumsi utama, yaitu pasar bersifat sempurna yang ditandai oleh unsur-unsur, antara lain: *symmetric information*, *zero transaction* dan *floatation cost* dan *zero tax*.

2.1.3.2. *The Relevance of Dividend Proposition*

Menurut Gordon (1959), dalam dunia realita pasar bersifat tidak sempurna. Kelemahan teori *irrelevansi* ini mendorong munculnya teori yang lebih realistis yang menganggap bahwa dividen memiliki relevansi atau efek terhadap nilai perusahaan. Model-model ekplanasi kebijakan dividen yang berada dalam cakupan *the relevance of dividend proposition* antara lain; *bird in the hand theory*, *tax differentiation theory*, *clientele effect*, *dividend signaling theory* dan *agency theory* (Tanor, 2009).

1) *Bird in the Hand Theory*

Gordon (1959) menyatakan bahwa dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Gordon beranggapan bahwa investor memandang suatu burung di tangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara. Dividen memiliki tingkat kepastian yang lebih besar dibanding dengan *capital gain*.



2) *Tax Differentiation Theory*

Tax differentiation theory menyatakan bahwa dividen sebaiknya dibagikan serendah mungkin atau tidak membagi dividen sama sekali (Sartono, 2008:285). Menurut teori ini, pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan dengan pajak atas dividen karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual, sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen.

3) *Clientele Effect*

Pada teori *clientele effect* disebutkan bahwa terdapat banyak kelompok investor dengan berbagai kepentingan dan memiliki penilaian yang berbeda-beda terhadap kebijakan dividen (Sartono, 2008:290). Ada investor yang lebih menyukai memperoleh pendapatan saat ini dalam bentuk dividen seperti halnya individu yang sudah pensiun sehingga investor ini menghendaki perusahaan untuk membayar dividen lebih tinggi. Adapula investor yang lebih menyukai untuk menginvestasikan kembali pendapatannya mereka karena kelompok investor ini berada dalam tarif pajak yang cukup tinggi.

4) *Dividend Signaling Theory*

Dividend signaling theory merupakan suatu teori yang mendasari dugaan bahwa pengumuman dividen tunai mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan adanya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang perubahan dividen yang dibayarkan digunakan oleh investor sebagai *signal* tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang.

5) *Agency Theory of Dividend*

Pandangan yang populer lainnya mengenai relevansi dividen, yang dilanjutkan oleh Jensen dan Meckling (1976) dan diperluas oleh Rozeff (1982) adalah teori keagenan. Teori ini diturunkan dari konflik kepentingan antara manajer (agen) dan pemegang saham (*principal*). Sebagai contoh,



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

7

manajemen dapat mengkonsumsi penghasilan tambahan dari laba perusahaan yang tidak didistribusikan dan menginvestasi dana yang ditahan secara suboptimal. Konflik ini mengarah ke biaya keagenan.

2.2. Pengembangan Hipotesis

Secara konseptual penelitian ini menguji pengaruh variabel profitabilitas dan kepemilikan insider (*insider ownership*) terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang dan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*. Model penelitian yang diajukan ada dalam gambar 3.2. ini menggambarkan secara keseluruhan variabel yang diuji secara parsial dan keseluruhan, jalur *path* menggambarkan model hipotesis yang diturunkan.

Masukan Gambar 3.2. di sini

2.2.1. Profitabilitas, Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah bunga dan pajak. Semakin besar keuntungan yang diperoleh semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividennya. Para manajer tidak hanya mendapatkan dividen yang tapi juga akan memperoleh *power* yang lebih besar dalam menentukan kebijakan perusahaan. Dengan demikian semakin besar dividen (*dividend payout*) akan semakin menghemat biaya modal, disisi lain para manajer (*insider*) menjadi meningkat *power*-nya bahkan bisa meningkatkan kepemilikannya akibat penerimaan dividen sebagai hasil keuntungan yang tinggi. Sehingga profitabilitas akan berdampak terhadap peningkatan nilai perusahaan dan kemamkmuran pemegang saham.



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

8

Barclay dan Clifford (1989) menyebutkan beberapa faktor yang ikut menentukan kebijakan dividen, di antaranya adalah pertumbuhan pendapatan perusahaan, jika pendapatan perusahaan mengalami pertumbuhan, maka jumlah pembayaran dividen dapat dinaikan. Kemudian berkenaan dengan tingkat keuntungan yang diharapkan pada suatu proyek baru, pada umumnya pemegang saham bersedia menerima *capital gain* melalui kenaikan harga saham.

Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan *leverage*. Sementara itu Jensen (1986) menemukan hal yang berbeda dengan Myers dan Majluf, menurutnya *leverage* dengan *profitability* berhubungan positif jika kontrol pasar atas perusahaan tidak efektif. Sebaliknya, jika kontrol pasar atas perusahaan efektif, maka terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan *leverage* perusahaan.

Bringham dan Gapenski (1999) mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Mayangsari (2001) menyatakan bahwa perusahaan dengan *rate of return* tinggi cenderung menggunakan proporsi utang yang relatif kecil, karena dengan *rate of return* yang tinggi, kebutuhan dana dapat diperoleh dari laba ditahan. Beberapa bukti penelitian misalnya Titman dan Wessels (1988), menunjukkan bahwa perusahaan yang tingkat pengembalian keuntungan pada investasi tinggi menggunakan utang yang relatif kecil. Oleh karena itu profitabilitas menjadi pertimbangan penting bagi investor dalam keputusan investasi. Berdasarkan uraian di atas, dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

- Hipotesis 1** : *Profitabilitas berpengaruh langsung secara negatif terhadap kebijakan utang demikian pula*
Hipotesis 2 : *Profitabilitas berpengaruh langsung secara positif terhadap nilai perusahaan.*
Hipotesis 3 : *Profitabilitas berpengaruh langsung secara positif terhadap kebijakan dividen*



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

9

2.2.2. Kepemilikan *Insider*, Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Menurut Bathala *et al.* (1994) dalam *agency model* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling, perusahaan merupakan subyek terhadap meningkatnya konflik, karena adanya penyebaran keputusan dan risiko. Dalam konteks ini para manajer cenderung untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain. Mereka menerima manfaat penuh tapi tidak menanggung risiko ataupun biaya yang oleh Jensen dan Meckling disebut *agency cost of equity*.

Pada sisi yang lain para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan utang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik. Hal ini jelas akan menimbulkan risiko kebangkrutan. Untuk menekan hal ini Jensen dan Meckling (1976) menyarankan untuk meningkatkan kepemilikan insider dalam perusahaan. Hal ini akan memaksa para manajer untuk menanggung risiko sebagai konsekuensi apabila mereka melakukan kesalahan dalam keputusan. Pada sisi yang lain semakin besar kepemilikan *insider*, maka semakin besar informasi yang dimiliki oleh manajemen yang sekaligus bertindak sebagai pemilik perusahaan, hal ini memberikan efek positif bagi nilai perusahaan (Collins, *et al.* 2009).

Fuerst dan Kang (2000) menemukan hubungan yang positif antara kepemilikan *insider* dengan nilai pasar setelah mengendalikan kinerja perusahaan. Nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif (Chen dan Steiner, 1999). Dengan demikian maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

- Hipotesis 4** : *Kepemilikan Insider berpengaruh langsung secara negatif terhadap kebijakan utang*
- Hipotesis 5** : *Kepemilikan Insider berpengaruh langsung secara positif terhadap nilai perusahaan.*



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

10

Pembayaran dividen akan menjadi alat *monitoring* dan *bonding* bagi manajemen. Pembagian dividen akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* selain dari *capital gain*. Dividen juga membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* karena tindakan *perquisites* (tindakan yang memunculkan biaya yang dikeluarkan tidak untuk kepentingan perusahaan, misalnya; biaya perjalanan dinas dan akomodasi kelas VIP, mobil dinas mewah dan lainnya) yang *dilakukan* manajemen terhadap *cash flow* perusahaan seiring dengan menurunnya biaya *monitoring* karena pemegang saham yakin bahwa kebijakan manajemen akan menguntungkan para pemegang saham (Collins, *et al.* 2009).

Rozeff (1982) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa yang akan datang yang dibiayai dari sumber internal. Sebaliknya jika pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi, maka menimbulkan perbedaan kepentingan, sehingga diperlukan peningkatan dividen. Dengan uraian di atas, maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 6 : *Kepemilikan Insider berpengaruh langsung secara negatif terhadap kebijakan dividen.*

Sisi lain dari teori agensi yang menjelaskan tentang *agency problem* antara kreditur dan pemegang saham mengindikasikan bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan memperbesar beban tetap perusahaan sehingga menyebabkan utang lebih berisiko dan akan menurunkan nilai dari utang tersebut (Tanor, 2009). Penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982) menemukan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti semakin besar beban utang perusahaan, semakin kecil dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Dengan uraian di atas, maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut:



Hipotesis 7 : *Kebijakan utang berpengaruh langsung secara negatif terhadap kebijakan dividen*

2.2.3. Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan

Hipotesis ini dibangun berdasarkan teori *Static tradeoff theory*. *Static tradeoff theory* memfokuskan bahasan pada *trade off* antara *cost of debt* dan *benefit of debt* (Huang dan Ritter, 2004). *Static trade off* berasumsi bahwa struktur modal suatu perusahaan ditentukan dengan mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak ketika utang meningkat di satu sisi dan meningkatnya *agency cost* (biaya agensi) pada sisi yang lain. Model *Static Trade off* ini merupakan evolusi atau pengembangan dari teori *irrelevance*-nya Modigliani dan Miller dan saat ini merupakan *mainstream* dari teori struktur modal (Arifin, 2005). Mendasarkan pada *trade off theory*, perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan.

Setiap perusahaan menginginkan adanya kelangsungan operasinya dan pertumbuhan di masa yang akan datang. Salah satu keputusan penting yang harus dilakukan manajer (keuangan) dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi pendanaan yang diambil perusahaan yang menunjukkan komposisi modal internal dan eksternal. Pendanaan yang diambil perusahaan ini dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Modigliani dan Miller ;1958)

Apabila sumber pendanaan internal tidak mencukupi, maka perusahaan akan mengambil sumber pendanaan dari luar, salah satunya dari utang. Apabila pendanaan didanai melalui utang, maka akan terjadi efek *tax deductible*. Artinya, perusahaan yang memiliki utang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberi manfaat bagi pemegang saham.

Banyak studi empiris (misalnya Masulis dan Trueman, 1988) menemukan adanya kenaikan harga saham ketika ada pengumuman kenaikan utang untuk mendapatkan kontrol atas perusahaan



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

12

lain. Sebaliknya penurunan utang seperti *equity-for-debt exchange offers*, penawaran saham baru, dan penawaran akuisi dengan menggunakan pembayaran saham perusahaan sendiri akan menjadi harga saham turun (Arifin, 2005:79).

Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya utang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen yang dapat menghindari investasi yang sia-sia, dengan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai tersebut dikaitkan dengan harga saham dan penurunan utang akan menurunkan harga saham, sehingga pendanaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan (Masulis dan Trueman, 1988). Dengan demikian dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 8 : *Kebijakan utang berpengaruh langsung secara positif terhadap nilai perusahaan.*

2.2.4. Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Hipotesis ini dibangun berdasarkan pada pijakan teori *Bird in the hand*. *Bird in the hand theory* memandang bahwa dividen tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih suka kepastian tentang *return* investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan. Kemudian didukung pula oleh teori *clienteles effect*. Pada teori *clienteles effect* disebutkan bahwa terdapat banyak kelompok investor dengan berbagai kepentingan dan memiliki penilaian yang berbeda-beda terhadap kebijakan dividen (Sartono, 2008:290). Ada investor yang lebih menyukai memperoleh pendapatan saat ini dalam bentuk dividen seperti halnya individu yang sudah pensiun sehingga investor ini menghendaki perusahaan untuk membayar dividen lebih tinggi. Adapula investor yang lebih menyukai untuk menginvestasikan kembali pendapatannya mereka karena kelompok investor ini berada dalam tarif pajak yang cukup tinggi.

Hipotesis ini juga dibangun berdasarkan *Signaling theory*, pada dasarnya teori ini membahas adanya ketidaksamaan informasi antara pihak internal (manajer) dan eksternal perusahaan (*investor*



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

13

dan *bondholders*) teori ini pertama kali dicetuskan oleh Bhattacharya (1979). Manajer sebagai orang dalam yang mempunyai informasi yang lengkap tentang arus kas perusahaan akan memilih untuk menciptakan isyarat yang jelas mengenai masa depan perusahaan apabila mereka mempunyai dorongan yang tepat untuk melakukannya. Kenaikan dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas kepada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan

Rozeff (1982) menyatakan bahwa dividen merupakan sebuah alat *monitoring* yang dapat menurunkan *agency costs*. Kebijakan dividen ini merupakan *corporate action* yang penting yang harus dilakukan perusahaan kebijakan tersebut dapat menentukan berapa banyak keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham.

Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, mungkin diartikan oleh pemodal sebagai sinyal harapan manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang, sehingga kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan (Myers dan Majluf, 1984). Dengan demikian dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 9 : *Kebijakan dividen berpengaruh langsung secara positif terhadap nilai perusahaan.*

3. Metode Penelitian

3.1. Rancangan Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan adalah jenis penelitian *eksplanatoris*. Penentuan jenis penelitian eksplanatoris ini sesuai dengan pengertian yang dijelaskan oleh Sekaran (2006:162), yaitu penelitian yang dilakukan dengan maksud penjelasan (*explanatory* atau *confirmatory*), yang memberikan penjelasan kausal atau hubungan antar *variabel* melalui pengujian hipotesis.



3.2. Definisi operasional dan pengukuran variable

Definisi operasional dan pengukuran variabel dapat dilihat pada Tabel 1.1.

Sisipkan tabel 1.1. di sini

3.3. Unit Analisis, Populasi dan Sampel Penelitian

Unit analisis penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan. Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian. Jumlah sampel dapat dilihat pada tabel 4.1.

Sisipkan tabel 4.1. di sini

3.4. Sumber Data

Penelitian ini menggunakan *pooled data* (kombinasi *cross section* dan *time series*) tahun 2005 – 2008. Data keuangan perusahaan diperoleh dari Bursa Efek Indonesia, *website BEI*, data pasar berasal dari Brawijaya *Database* dan *BEI Monthly Statistics*, data struktur kepemilikan manajerial diperoleh dari *website BEI, Indonesia Capital Market Directory 2009*, serta catatan laporan keuangan perusahaan.

3.5. Analisis Data

Penelitian ini menunjukkan pola hubungan yang dapat dikategorikan sebagai *mediated path model* (Schumacker dan Lomax, 1996;41-42), hal ini didukung pula oleh pendapat Sarwono (2007:5) yang menyatakan pola hubungan langsung dan tidak langsung sebagai *path analysis*. Semua variabel dalam model tersebut merupakan variabel teramati (*observable construct*).

Dalam menganalisis masalah penelitian dengan menggunakan analisis path (*path analysis*) maka dapat diturunkan suatu model struktur yang persamaan fungsinya dapat dirumuskan pada persamaan struktur sebagai berikut:

a) Model 1: *Independent Path Model*

$$\mathbf{Utang}_{it} = \rho_1 \mathbf{Profit}_{it} + \rho_4 \mathbf{Insider}_{it} + \varepsilon_1$$

b) Model 1: *Mediated Path Model*

$$\mathbf{Dividen}_{it} = \rho_3 \mathbf{Profit}_{it} + \rho_6 \mathbf{Insider}_{it} + \rho_7 \mathbf{Utang}_{it} + \varepsilon_2$$

c) Model 1: *Mediated Path Model*

$$\mathbf{FV}_{it} = \rho_2 \mathbf{Profit}_{it} + \rho_5 \mathbf{Insider}_{it} + \rho_8 \mathbf{Utang}_{it} + \rho_9 \mathbf{Dividen}_{it} + \varepsilon_3$$

Keterangan:

Utang : Kebijakan Utang

Profit : Profitabilitas

Insider : Kepemilikan insider

Dividen : Kebijakan dividen

FV : Nilai Perusahaan

$\rho_{1..9}$: Koefisien Jalur

$\varepsilon_{1..3}$: error

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Statistik Deskriptif

Tabel 5.1 dipaparkan hasil statistik deskriptif pengujian faktor-faktor penentu nilai perusahaan.

Sisipkan table 5.1. di sini

4.2. Pengujian Kelayakan Model

4.2.1. Pengujian Kelayakan Model dengan uji Fisher

Pengujian kelayakan model regresi dilakukan dengan melakukan pengujian terhadap statistik F (uji *fisher*). Pengujian terhadap statistik F didasarkan pada masing-masing model pada tiga variabel *endogen* yaitu kebijakan utang, kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Untuk menguji kelayakan dan

ketepatan model, dilakukan dengan cara membandingkan nilai F_{hitung} dengan nilai F_{tabel} , dengan kriteria sebagai berikut:

- Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ ($\alpha = 0,05$; $df N - K$) : Model layak
- Jika $F_{hitung} < F_{tabel}$ ($\alpha = 0,05$; $df N - K$) : Model tidak layak

Table 5.2 akan disajikan hasil perhitungan kelayakan model.dengan dengan uji *fisher*.

Sisipkan table 5.2. di sini

Berdasarkan tabel 5.2. dapat disimpulkan bahwa dua variabel *exogen* dalam hal ini adalah profitabilitas dan kepemilikan *insider* merupakan variabel penjelas yang secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, model tersebut layak digunakan untuk memprediksi kebijakan utang perusahaan.

Pengujian model kedua yaitu menguji pengaruh profitabilitas, kepemilikan *insider* dan kebijakan utang terhadap kebijakan dividen dapat disimpulkan bahwa dua variabel *exogen* dalam hal ini profitabilitas dan kepemilikan *insider* dan satu variabel *endogen* yaitu kebijakan utang merupakan variabel penjelas yang secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, model tersebut layak digunakan untuk memprediksi kebijakan dividen perusahaan.

Pengujian model ketiga yaitu menguji pengaruh profitabilitas, kepemilikan *insider*, kebijakan utang dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dapat disimpulkan bahwa dua variabel *exogen* dalam hal profitabilitas dan kepemilikan *insider* dan dua variabel *endogen* yaitu kebijakan utang dan kebijakan dividen merupakan variabel penjelas yang secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, model tersebut dapat digunakan untuk memprediksi nilai perusahaan perusahaan.



4.2.2. Pengujian Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (*R square*) bertujuan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel *exogen*. Nilai koefisien determinasi berkisar antara 0 (nol) hingga 1 (satu). Nilai *R square* yang kecil menandakan bahwa kemampuan variabel-variabel *endogen* dalam menjelaskan variasi variabel *exogen* amat terbatas. Nilai yang mendekati satu menandakan variabel-variabel *exogen* memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel *endogen* (Ghozali, 2005:83). Table 5.3. menggambarkan hasil pengujian koefisien determinasi (*R square*) pada tiga model.

Sisipkan table 5.3. di sini

Berdasarkan tabel 5.3. dapat diketahui model pertama yaitu menguji pengaruh profitabilitas dan kepemilikan insider terhadap kebijakan utang memperoleh nilai *R square* sebesar 0,063, dapat disimpulkan bahwa dua variabel *exogen* dalam hal profitabilitas dan kepemilikan *insider* mampu menjelaskan variasi perubahan kebijakan utang sebesar 6,3 persen sedangkan sisanya sebesar 93,7 persen dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

Model kedua yaitu menguji pengaruh profitabilitas, kepemilikan *insider* dan kebijakan utang terhadap kebijakan dividen diperoleh nilai *R square* sebesar 0,067, dapat disimpulkan bahwa dua variabel *exogen* dalam hal profitabilitas dan kepemilikan *insider* dan satu variabel *endogen* yaitu kebijakan utang mampu menjelaskan variasi perubahan kebijakan dividen sebesar 6,7 persen sedangkan sisanya sebesar 93,3 persen dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

Pengujian model ketiga yaitu menguji pengaruh profitabilitas, kepemilikan *insider*, kebijakan utang dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan diperoleh nilai R square sebesar 0,661, dapat disimpulkan bahwa dua variabel *exogen* dalam hal profitabilitas dan kepemilikan *insider* dan dua variabel *endogen* yaitu kebijakan utang dan kebijakan dividen mampu menjelaskan variasi perubahan kebijakan dividen sebesar 66,1 persen sedangkan sisanya sebesar 33,9 persen dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

4.3. Pengujian Model Hipotesis

Penelitian ini memiliki tiga model penelitian yang menyesuaikan dengan hipotesis yang dibangun.

4.3.1. Pengujian Hipotesis Model Hipotesis

Koefisien jalur hasil analisis di atas dapat diturunkan dalam model persamaan berikut:

$$\text{Utang}_{it} = -0,111 \text{ Profit}_{it} - 0,188 \text{ Insider}_{it} + \varepsilon_1$$

$$\text{Dividen} = 0,111 \text{ Profit}_{it} + 0,065 \text{ Insider}_{it} - 0,207 \text{ Utang}_{it} + \varepsilon_2$$

$$\text{FV}_{it} = 0,806 \text{ Profit}_{it} + 0,025 \text{ Insider}_{it} - 0,014 \text{ Utang}_{it} + 0,052 \text{ Dividen}_{it} + \varepsilon_3$$

Gambar 5.2. menggambarkan koefisien path untuk masing-masing jalur hipotesis pengaruh langsung.

Sisipkan gambar 5.2. di sini

4.3.2. Pengujian pengaruh tidak langsung dan pengaruh total

Penelitian ini menggunakan pendekatan *mediated path model* atau *analysis path* yang menganalisis pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung, dan pengaruh total. Pengujian hipotesis pengaruh langsung telah dilakukan pada sub bab sebelumnya dengan membandingkan nilai t hitung dan besaran *probability value*, sementara itu pengujian pengaruh tidak langsung dan pengaruh total tidak menggunakan t hitung dan nilai *probability value*, karena memang hasil analisis tidak



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

19

menghasilkan t hitung dan nilai *probability value*, untuk pengujiannya hanya menggunakan formulasi tertentu hasil penambahan dan perkalian koefisien jalur yang telah ditentukan. Table 5.7. menampilkan rangkungan koefisien pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung dan pengaruh total.

Sisipkan table 5.7. di sini

Berdasarkan perhitungan pengaruh tidak langsung dan pengaruh total di atas, terlihat bahwa hanya variabel kebijakan dividen yang dapat menjadi variabel *intervening* yang memediasi pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan, namun demikian pengaruh tersebut secara statistik tidak signifikan. Sementara variabel kebijakan utang tidak dapat menjadi variabel *intervening*, baik dari pengaruh variable profit maupun pengaruh dari variable kepemilikan insider terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

4.4. Pembahasan

4.4.1. Pengaruh Profitabilitas terhadap kebijakan utang

Berdasarkan hasil pengujian model pertama di atas, nilai koefisien jalur profitabilitas (ρ_1) sebesar $-0,111$, koefisien ρ_1 menunjukkan besarnya kontribusi profitabilitas yang secara langsung berpengaruh terhadap kebijakan utang. Pengaruh tersebut secara statistik tidak signifikan. Walaupun secara signifikansi hasil temuan ini tidak signifikan, namun secara arah hipotesis temuan ini mendukung hipotesis *Pecking Order Theory* (Myers dan Majluf, 1984) yang menjelaskan bahwa semakin tinggi *profitability* perusahaan, maka perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai perusahaan dengan menggunakan modal internal.

4.4.2. Pengaruh kepemilikan insider terhadap kebijakan utang

Hasil analisis *path* menunjukkan nilai koefisien jalur kepemilikan *insider* (ρ_4) sebesar $-0,188$, koefisien ρ_4 menunjukkan besarnya kontribusi kepemilikan insider yang secara langsung berpengaruh



terhadap kebijakan utang. Secara statistik kepemilikan *insider* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Temuan ini konsisten dengan studi yang dilakukan oleh Bathala *et al.* (1994), Jensen dan Meckling (1976). Para manajer cenderung untuk tidak menggunakan hutang untuk kepentingan oportunistik. Para *insider* ternyata tidak berani mengambil risiko. Semakin besar kepemilikannya semakin kecil hutang yang diciptakan.

4.4.3. Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil pengujian model di atas, nilai koefisien jalur profitabilitas (ρ_3) sebesar 0,111, koefisien ρ_3 menunjukkan besarnya kontribusi profitabilitas yang secara langsung berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Secara statistik penelitian ini tidak signifikan, namun secara arah hipotesis penelitian ini sejalan dengan temuan Dhaliwal *et al.* (2003) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Secara teoritis, perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung akan mendistribusikan porsi laba yang lebih besar sebagai dividen. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah bunga dan pajak. Semakin besar keuntungan yang diperoleh semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividennya.

4.4.4. Pengaruh kepemilikan insider terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil pengujian model *path* nilai koefisien jalur kepemilikan insider (ρ_6) sebesar 0,065, koefisien ρ_6 menunjukkan besarnya kontribusi kepemilikan insider yang secara langsung berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil temuan ini menolak hipotesis 6 (H6) yang menyatakan bahwa kepemilikan Insider berpengaruh langsung secara negatif terhadap kebijakan dividen.

Kepemilikan *insider* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, tetapi tidak terhadap kebijakan dividen. Ini membuktikan bahwa pemegang saham yang sekaligus sebagai pengelola perusahaan cenderung memilih kompensasi berupa gaji dan bonus atau insentif jangka panjang



lainnya dibandingkan dengan dividen. Ini sejalan dengan Gaver dan Gaver (1993) yang menyatakan bahwa pihak manajemen perusahaan yang bertumbuh menerima bagian besar kompensasi dalam gaji insentif jangka panjang, sedangkan pihak manajemen perusahaan yang tidak bertumbuh menerima bagian besar gaji mereka dalam bentuk gaji tetap.

4.4.5. Pengaruh kebijakan utang terhadap kebijakan dividen

Nilai koefisien jalur kebijakan utang (ρ_7) sebesar $-0,207$, koefisien ρ_7 menunjukkan besarnya kontribusi kebijakan utang yang secara langsung berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Secara statistik kebijakan utang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982) menemukan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti semakin besar beban utang perusahaan, semakin kecil dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

Secara teoritis dapat dinyatakan bahwa semakin besar porsi modal perusahaan yang berasal dari utang (kreditur) maka semakin tinggi intensitas *monitoring* yang dilakukan oleh pihak kreditur terhadap perilaku manajemen. Hal ini akan memberikan kontribusi yang besar terhadap pengendalian *agency problems* antara manajemen dengan pemegang saham dan pada gilirannya ketergantungan perusahaan terhadap dividen sebagai sarana *monitoring* akan semakin kecil.

4.4.6. Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian model ketiga di atas, nilai koefisien jalur profitabilitas (ρ_2) sebesar $0,806$, koefisien ρ_2 menunjukkan besarnya kontribusi profitabilitas yang secara langsung berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Variabel profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas disini adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Sementara pengaruh tidak langsungnya melalui kebijakan dividen sebesar $0,006$ dan pengaruh total sebesar $0,811$. Hasil temuan ini sejalan dengan



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

22

penelitian yang dilakukan oleh Utama dan Santosa (1998) yang menemukan bahwa dari empat faktor fundamental yang dianalisis hanya profitabilitas (ROE) yang mempunyai hubungan signifikan positif dengan rasio PBV. Didukung pula oleh hasil penelitian Bathala *et al.* (1994) menemukan bahwa ROE berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power* dari aset perusahaan.

4.4.7. Pengaruh kepemilikan insider terhadap nilai perusahaan

Nilai koefisien jalur kepemilikan *insider* (ρ_5) sebesar 0,025, koefisien ρ_5 menunjukkan besarnya kontribusi kepemilikan *insider* yang secara langsung berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tersebut secara statistik tidak signifikan. Kepemilikan *insider* secara langsung dan atau melalui kebijakan utang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengaruh langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sebesar 0,025 sedangkan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan utang sebagai variabel *intervening* adalah sebesar 0,003. Hal ini sejalan dengan Iturriaga dan Sanz (1998) yang menyatakan bahwa hubungan kepemilikan insider dan nilai perusahaan merupakan hubungan *non-monotonik*. Hubungan *non-monotonik* timbul karena adanya insentif yang dimiliki manajer dan mereka berusaha untuk melakukan pensejajaran kepentingan dengan *outsider ownership* dengan cara meningkatkan kepemilikan saham mereka jika nilai perusahaan meningkat.

4.4.8. Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan

Nilai koefisien jalur kebijakan utang (ρ_8) sebesar $-0,014$, koefisien ρ_8 menunjukkan besarnya kontribusi kebijakan utang yang secara langsung berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tersebut secara statistik tidak signifikan. Hasil temuan ini menolak arah hipotesis 8 yang menyatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh langsung secara positif terhadap nilai perusahaan. Hasil temuan ini bertolak belakang dengan teori *static tradeoff theory*. *Static trade off theory* memfokuskan bahasan



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

23

pada *trade off* antara *cost of debt* dan *benefit of debt* (Huang dan Ritter, 2004). *Static trade off* berasumsi bahwa struktur modal suatu perusahaan ditentukan dengan mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak ketika utang meningkat di satu sisi dan meningkatnya *agency cost* (biaya agensi) pada sisi lainnya.

Perbedaan hasil temuan ini dengan teori dan beberapa penelitian sebelumnya antara lain bisa disebabkan; (1) Penelitian ini menunjukkan bahwa berdasarkan teori *static trade off* utang akan meningkatkan nilai perusahaan melalui penghematan pajak penghasilan (Huang dan Ritter, 2004). Namun pada kenyataannya perusahaan manufaktur yang menjadi sampel selama periode estimasi tahun 2005 hingga 2008 menggunakan utang yang berlebih untuk investasi perusahaan, hal ini dapat dilihat dari LDE (*longterm debt to equity*) berada pada kisaran 0,01 persen hingga 214,72 persen, hal ini menunjukkan ada perusahaan yang memiliki rasio utang jangka panjang yang kecil dan ada pula perusahaan yang memiliki rasio utang jangka panjang yang relatif besar, bahkan melebihi modal sahamnya, sehingga biaya *distress* dan biaya agensi melebihi dari keuntungan dari penghematan pajak penghasilan, sehingga kebijakan utang tentunya menurunkan nilai perusahaan. (2) Masih adanya “*naive investor*” yang beranggapan bahwa kebijakan utang yang dilakukan oleh manajemen adalah karena perusahaan tidak memiliki cukup dana segar untuk investasi perusahaan, sehingga *sygnal* penambahan utang oleh perusahaan, diterjemahkan sebagai *sygnal* yang kurang baik bagi perusahaan di masa yang akan datang, akibatnya kebijakan utang cenderung menurunkan harga saham (Scott, 2003;243).

4.4.9. Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

Koefisien jalur variabel kebijakan dividen (ρ_9) sebesar 0,052, koefisien ρ_9 menunjukkan besarnya kontribusi kebijakan dividen yang secara langsung berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada penelitian ini tidak signifikan. Hasil



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

24

penelitian ini tidak mendukung hipotesis kebijakan dividen relevan yang menyatakan bahwa dividen yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan, dan hasil ini tidak sejalan dengan Gordon (1962) dalam Brigham dan Gapenski, 1996: 438) tentang *bird in the hand theory*, bahwa pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi dibandingkan *capital gain*. Temuan ini sejalan dengan *tax differentiation theory* menyatakan bahwa dividen sebaiknya dibagikan serendah mungkin atau tidak membagi dividen sama sekali (Sartono, 2008:285).

5. Penutup

5.1. Kesimpulan

Beberapa kesimpulan disampaikan berdasarkan pada tujuan penelitian maupun hasil pengujian hipotesis atas ketiga model empiris yang digunakan sebagaimana telah dibahas pada bab sebelumnya.

Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan utang perusahaan bernilai negatif. Secara statistik temuan ini tidak signifikan, namun secara arah hipotesis temuan ini mendukung hipotesis *pecking order theory*. Sementara itu kepemilikan *insider* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Para manajer cenderung untuk tidak menggunakan hutang untuk kepentingan oportunistik.

Demikian pula profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Secara statistik penelitian ini tidak signifikan, namun secara arah hipotesis penelitian ini sejalan dengan dengan temuan Dhaliwal *et al.* (2003). Kepemilikan *insider* berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Kemudian kebijakan utang secara statistik berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang sejalan dengan teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller, hal yang sama juga terjadi pada variabel kepemilikan *insider* yang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sementara itu kebijakan



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

25

utang berpengaruh secara negatif terhadap nilai perusahaan. Kemudian pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada penelitian ini tidak signifikan. Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis kebijakan dividen relevan yang menyatakan bahwa dividen yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan.

5.2. Implikasi Penelitian

Hasil temuan penelitian ini memiliki beberapa implikasi, baik untuk pengembangan teori maupun untuk kepentingan manajerial perusahaan serta untuk kepentingan investor dan calon investor.

5.2.1. Implikasi Teoritis

Hasil penelitian dapat memberikan implikasi dan kontribusi bagi pengembangan teoritis dan ilmu pengetahuan, antara lain; (1) Hasil temuan menyatakan bahwa semakin tinggi *profitability* perusahaan, maka perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai perusahaan dengan menggunakan modal internal. Temuan penelitian ini menunjukkan dukungan terhadap teori *pecking order* (*pecking order theory*). (2) Kebijakan dividen secara nyata tidak meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Temuan ini sejalan dengan *tax differentiation theory* menyatakan bahwa dividen sebaiknya dibagikan serendah mungkin atau tidak membagi dividen sama sekali. (3) Kebijakan utang suatu perusahaan tidak meningkatkan nilai perusahaan. Hasil temuan ini bertolak belakang dengan teori *static tradeoff theory*. *Static trade off theory* memfokuskan bahasan pada *trade off* antara *cost of debt* dan *benefit of debt* (Huang dan Ritter, 2004).

5.2.2. Implikasi Praktis

Hasil penelitian dapat memberikan implikasi dan kontribusi bagi praktik di dunia usaha, antara lain; (1) Nilai perusahaan sebagai perwujudan kemakmuran pemegang saham sangat dipengaruhi oleh perolehan profit perusahaan. Hasil positif menunjukkan bahwa semakin tinggi



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

26

earnings power semakin efisien perputaran aset dan atau semakin tinggi *profit margin* yang diperoleh perusahaan. Hal ini akan berdampak pada nilai perusahaan. (2) Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar struktur kepemilikan *insider* yaitu kepemilikan saham oleh manajer dan komisaris dapat meminimalkan penggunaan utang sebagai sumber dana investasi perusahaan. (3) Temuan ini juga mengindikasikan bahwa profitabilitas menjadi perhatian utama manajemen dalam memutuskan membagikan dividen atau menahannya sebagai laba ditahan, sehingga kecenderungan peningkatan profitabilitas juga berdampak terhadap peningkatan jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

5.3. Keterbatasan

Berdasarkan verifikasi sampel dan hasil pengujian terhadap hipotesis, maka beberapa keterbatasan atau faktor-faktor yang tidak dapat diantisipasi dalam penelitian ini adalah; (1) Sampel diperoleh tidak secara random tetapi mensyaratkan kriteria tertentu atau *purposive sampling*, pengujian hipotesis dengan menggunakan sampel tersebut berarti hasilnya tidak dapat digeneralisasi untuk keseluruhan perusahaan publik yang *listing* di Bursa Efek Indonesia. (2) Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang membagi dividen kas secara keseluruhan dan tidak memisahkan sampel yang mengumumkan dividen kas yang meningkat, menurun dan tidak memasukan sampel perusahaan yang tidak mengumumkan dividen, baik dividen kas maupun dividen saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Adaoglu, C. 2000. Instability in the Dividend Policy of The Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence From An Emerging Market, *Working Papers Dept. of Banking and Finance* Eastern Mediterranean University, pp.1 – 32
- Anil, K. dan S, Kapoor. 2008. Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 15. p.63-71



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

27

- Arifin, Z. 2005. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*, Edisi Pertama, Ekonisia, Fakultas Ekonomi UII, Yogyakarta.
- Anwar, M. 2007. *Peran Struktur Kepemilikan dan Struktur Dewan Komisaris dalam Mekanisme Corporate Governance terhadap Keputusan pendanaan dan Kinerja Perusahaan go public di Indonesia: Perspektif Agency Theory*, Disertasi Program Doktor, Universitas Brawijaya, Malang. Tidak dipublikasikan.
- Barclay, M.J. dan G.H., Clifford. 1989. Private benefits from control of public Corporations, *Journal of Financial Economics*. p. 371-395.
- Bathala, C.T., K.P. Moon, dan R.P. Rao. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*. Vol. 23. No. 3. Autumn. pp. 38-50.
- Bernstein, R., Binns, D, Hyman, M., dan Staubus, M. 2001. *Designing an Employee Stock Option Plan: A Practical Approach for the Entrepreneurial Company*, Foundation for Enterprise Development, La Jolla, California.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy and the “Bird in the Hand” Fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10: pp.259 - 270
- Brealey, R.A. dan S.C. Myers. 1996. *Principle of Corporate Finance*, 5th edition, McGraw Hills Inc., New York.
- Brigham, E.F., dan L.C.P.R. Gapenski, 1999. *Intermediate Financial Management*, The Dryden Press, New York.
- Brigham, E.F. dan J.F. Houston, 2001. *Fundamental of Financial Management*, Ninth Edition, Harcourt Inc., Orlando, Florida.
- Chen, C.R. dan Steiner, T.L. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy, *The Financial Review*; Feb 1999; p. 119 – 136.
- Christianti, A. 2006. Penentuan perilaku kebijakan struktur modal pada perusahaan manufaktur di bursa efek Jakarta: Hipotesis static trade off atau pecking order theory, *Symposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Collins, M.C.; A.S. Dutta; dan J.W. Wansley. 2009. Managerial Ownership and Dividend Policy In The U.S. Banking Industry, *Journal of Business and Economics Research*; Oct 2009; p.33-38
- Crutchley, C.E. dan M.R. Jensen, 1996. Changes in Corporate Debt Policy: Information Asymmetry and Agency Factors. *Managerial Finance*; 1996; 22, 2;. p. 1-14.
- _____ ; Carl D.D; dan R.H.J. Marlin; B.M. Beverly. 2003. Special dividends: What do they tell investors about future performance?, *Financial Services Review*; Summer 2003; 12, 2. p 129 -241.
- Demsetz, H. dan K. Lehn. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 93, pp. 1155-1177
- Dhaliwal, D.; Li, O.Z.; dan R. Trezevant.; 2003. Test of the influences of a firm’s post IPO age on the decision to initiate a cash dividend, *Journal of Economics and Literature* 20, Summer: 55 – 87.
- Dutta, Amitabh S. 1999, Managerial Ownership, Dividend and Debt Policy in the US Banking Industry, *Managerial Finance*, Volume 25 Number 6 1999, p.57-68
- Fama, E.F. dan K.R. French. 1992. The Cross Section of Expected Return. *Journal of Finance*. 47 pp 427-465.
-

- _____ dan K.R. French. 1995. Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *The Journal of Finance*. Vol. L. No.1. p. 131-155.
- _____ dan K.R. French. 1988. Dividend yields dan expected stock returns. *Journal of Financial Economics* 33, p.3-56.
- _____ dan K.R. French. 2002. Testing Trade-off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*. March 2002. VI. 15 number 1. p. 1 – 33.
- Ferdinand, A. 2002. *Structural Equation Modeling Dalam Penelitian Manajemen*, BP – Undip, Semarang.
- Friend, I dan L. Lang. 1988. An Empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure, *Journal of Financial Research*.
- Fuerst, O. dan H. Kang. 2000. Corporate Governance Expected Operating Performance, and Pricing, *Working Papers; Yale School of Management*, pp. 1-138.
- Glaser B.G. dan A.L. Strauss. 1967. *The Discovery of Grounded Theory: Strategies for qualitative research*. Chicago: Aldin.
- Gordon, M.J. 1959. Dividend, Earning and Stock Prices, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 41 No. 2 Part 1. May pp.99 – 105
- Gul, F.A. dan J.S.L Tsui. 2001. Free Cash Flow, Debt Monitoring, and Audit Pricing: Further Evidence on the Role of Director Equity Ownership, *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 20 (2), September, p. 71-84.
- Hartono, J., 2007, *Metodologi Penelitian Bisnis, salah kaprah dan pengalaman-pengalaman*, BPFE Univ. Gadjah Mada, Edisi 2007, cetakan pertama, Yogyakarta.
- _____, J. 2000b. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2. Yogyakarta: BPFE.
- _____, J dan W. Abdillah. 2009. *Konsep dan Aplikasi PLS untuk penelitian Empiris*, BPFE, Yogyakarta.
- Haruman, T. 2009. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan Dan Nilai Perusahaan, Survey Pada Perusahaan Manufaktur di PT Bursa Efek Indonesia, *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi 12 di Palembang*, November 2009.
- Huang, R. dan J.R. Ritter. 2004. Testing the Market Timing of Capital Structure. *Working Paper from University of Florida*, pp. 1-44.
- Indriyani, S. 2006. Pengujian pecking order hipotesis pada perusahaan manufaktur di BEJ periode 1997-2004, *Equity*, vol.4 no.2, juli – Desember: 23-44
- Jensen, M.C. dan W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. No. 4.
- _____ 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, May 1986, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jiraporn, P. dan Y. Liu. 2008, Capital Structure, Staggered Boards, and Firm Value, *Financial Analysts Journal*, p.49 – 60.
- Khoiruddin, M. 2004. Reaksi Pasar Terhadap Dividend Announcement di Sektor Perbankan Studi Kasus Pada BEJ. *Jurnal Ekonomi Manajemen dan Akuntansi*. 2; 123-135.
- Mahadwartha, P.A. 2003. Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership in Indonesia: An Agency Theory Perspective, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.18, No.3, 2003
-



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

29

- Mas'ud, M. 2008. *Faktor-faktor penentu struktur Modal serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan*, Disertasi Program Doktor, Universitas Brawijaya, Malang. Tidak dipublikasikan.
- Masulis, R.W. dan B. Trueman. 1988. Corporate Investment and Dividend Decisions Under Differential Personal Taxation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*; Dec 1988; 23, 4; ABI/INFORM Research pg. 369
- Mayangsari, S. 2001. Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan: Pengujian pecking order hypothesis, *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*, vol.1 no.3 Desember: 1-26
- Megginson, L.W. 1997. *Corporate Financial Theory*, Addison-Wesley
- McConnell J.J. dan H. Servals. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics*, 27. pp. 595-612
- Midiastuty, P.P; E. Suranta; R. Indriani. dan Elizabeth, 2009, Analisis kebijakan dividen: suatu pengujian dividend Signaling theory dan rent extraction hypothesis, Makalah disampaikan pada *Simposium Nasional Akuntansi* di Palembang, Nopember 2009.
- Modigliani, F. dan M. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, *Journal American Economic Review*, Volume XLVIII.
- Myers S., dan N. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decision when firms have information investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13.p.187-221.
- _____. 1984. The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance* 39, p 575-692.
- _____. 2001. Capital Structure, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2. (Spring, 2001), pp. 81-102.
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, Beta, and Agency Costs as Determinant of Dividend Payout Ratio, *Journal of Financial Research*; Vol. 5, pp. 249-259
- Santosa, S. 2000. *Statistik Parametrik, buku katihan SPSS*, Elex Media Komputindo - Gramdia, Jakarta.
- Sartono, A. 2008. *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*, Edisi 4 cetakan kedua, BPFE UGM Yogyakarta.
- Scott, W.R. 2003. *Financial Accounting Theory*, Second Edition, Prentice-Hall, Scarborough, Ontario, Canada
- Sekaran, U. 2006. *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. John Wiley and Sons, Inc. Singapore. 3rd Edition.
- Skinner, D.J., 1993, Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice: Priliminary Evidence: *Journal of Accounting and Economics*. 16 (october): p. 407-455.
- Solimun. 2004. *Pengukuran Variabel dan Pemodelan Statistika Aplikasi SEM-AMOS*, Malang, Fakultas MIPA dan Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Subekti, I. 2001. Bukti Tambahan atas Assosiasi antara The Investment Opportunity Set dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan pada pasar sedang berkembang, *TEMA II*. Nomor 1, Maret 2001.
- Sugiono, 2002. *Statistik untuk Penelitian*, Alfabeta, Bandung.
- Sutrisno, 2001, Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan Publik di Indonesia, *TEMA*, Volume II, Nomor 1, Maret 2001
- Titman, S. dan R. Wessels. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance* 43:1, 1-19.
- Tanor, L.A.O. 2009. *Faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen dan*

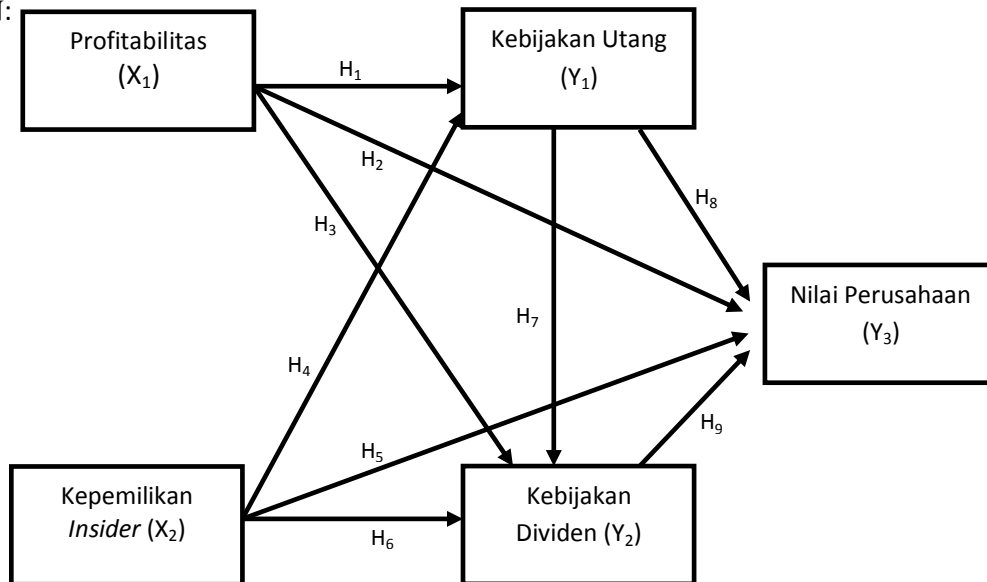


SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI XIV ACEH 2011
Universitas Syiah Kuala Banda Aceh
www.sna14aceh.com

30

- Utama, Siddharta dan A.Y.B. Santosa. 1998. "Kaitan antara Rasio Price/Book Value dan Imbal Hasil Saham pada Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol.1, No.1 (Januari 1998)*, Halaman.127-140.
- Wahyudi, U. dan H.P. Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel *Intervening*, *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi di Padang*, Agustus 2006.
- Weston, J.F. dan T.E. Copeland. 1997. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, terjemahan Jaka Wasana dan Kibrandoko, Binarupa Kasara, Jakarta, Indonesia.
- Widjanarko, H. 2008. *Analisis Kebijakan Pendanaan Perusahaan dan Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan*. Disertasi Program Doktor, Universitas Brawijaya, Malang. Tidak dipublikasikan.

LAMPIRAN:



Gambar 3.2. Model hipotesis.

Tabel 1.1. Definisi operasional dan pengukuran variabel

No.	Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Sumber
1	Profitabilitas (X ₁)	Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan modal sendiri (Sartono, 2008;122). Dengan demikian bagi investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisis profitabilitas ini misalnya bagi pemegang saham akan melihat keuntungan yang benar-benar akan diterima dalam bentuk dividen. Dalam penelitian ini profitabilitas diukur <i>return on equity</i> . <i>Return on equity</i> atau <i>return on net worth</i> mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan.	<i>Return on equity</i> ini merupakan perbandingan antara laba setelah pajak terhadap modal sendiri (Sartono, 2008;122): $\text{Return on Equity} = \frac{\text{Earning After Tax}_{it}}{\text{Equity}_{it}}$	Sartono (2008)
2.	Kepemilikan Insider (X ₂)	<i>Insider ownership</i> merupakan variabel yang menggambarkan besarnya kepemilikan saham oleh manajemen dan satuan prosentase.	Kepemilikan Insider $= \frac{D \& CSHRS_{it}}{TOTSHRS_{it}}$	Crutchley dan Jensen (1996), Chen dan Steiner (1999),

No.	Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Sumber
		<i>Insidider ownership</i> merupakan kepemilikan saham oleh dewan direksi dan dewan komisaris.	Keterangan: $D \ \& \ C \ SHRS_{it}$: Kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris perusahaan i pada tahun t . $TOTSHRS_{it}$: Jumlah total dari saham biasa perusahaan yang beredar perusahaan i pada tahun t	Dutta (1999) dan Collins, <i>et al.</i> (2009)
3.	Kebijakan Utang (Y_1)	Kebijakan utang atau <i>leverage</i> menunjukkan gambaran atas penggunaan utang untuk membiayai investasi perusahaan. Kebijakan utang atau keputusan pendanaan dikonfirmasi melalui <i>longterm debt equity ratio</i> .	$LDE = \frac{\text{Total Utang Jangka Panjang}_{it}}{\text{Total Ekuitas}_{it}}$ Rasio ini menunjukkan perbandingan antara klaim keuangan jangka panjang yang digunakan untuk mendanai kesempatan investasi jangka panjang dengan pengembalian (<i>rate of return</i>) jangka panjang pula	Titman dan Wessels, (1988); Bhatala <i>et al.</i> , (1994)
4.	Kebijakan Dividen (Y_2)	Kebijakan dividen merupakan kebijakan dividen dalam menyalurkan hak pemegang saham berupa dividen, kebijakan dividen dikonfirmasi melalui <i>dividend payout ratio</i> . Penggunaan proksi ini untuk menguji kebijakan atau suatu keinginan perusahaan untuk membayarkan dividen (<i>payout</i>) terhadap nilai perusahaan.	$DPR = \frac{\text{Dividen per Lembar Saham}_{it}}{\text{Laba per Lembar Saham}_{it}}$ Rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas	Rozeff, (1982); Anil dan Kapoor, (2008); Collins, <i>et al.</i> (2009).
5.	Nilai Perusahaan (Y_3)	Nilai perusahaan adalah suatu proksi yang menggambarkan kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan merupakan suatu variabel yang tidak dapat diobservasi, sehingga diperlukan suatu proksi untuk bisa dilakukan suatu analisis (Gul dan Tsui, 2001). Proksi untuk mengukur nilai perusahaan, diantaranya adalah PBV (<i>price book value</i>).	$PBV = \frac{\text{Harga per Lembar Saham}_{it}}{\text{Nilai Buku per Lembar Saham}_{it}}$ Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh.	Brigham dan Gapenski, (1999)

Tabel 4.1.
 Penyaringan Sampel Penelitian

No.	Keterangan	Jumlah
1	Jumlah Perusahaan yang tercatat di BEI sampai tahun 2008	410
2.	Perusahaan yang telah melakukan penggabungan usaha (merger dan akuisi) sejak tahun 2005 – 2008	(2)
		408
3.	Perusahaan yang tidak masuk dalam kategori perusahaan manufaktur tahun 2005 – 2008	(249)
		159
4.	Perusahaan yang tidak membagikan dividen, dan dividen yang diumumkan adalah dividen kas selama tahun 2005 – 2008.	(127)
	Jumlah perusahaan sampel	32

Sumber: ICMD, 2009

Tabel 5.1.
 Statistik deskriptif variabel penelitian

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Standard Deviasi
Kebijakan Utang	128	0,01	214,72	35,17	45,01
Kebijakan Dividen	128	0,11	239,15	32,70	29,37
Nilai Perusahaan	128	0,24	21,26	2,10	3,24
Profitabilitas	128	-2,42	72,88	16,67	12,53
Kepemilikan Insider	128	0,00	25,58	3,57	7,92

Sumber: data sekunder diolah, 2010

Tabel 5.2.
 Pengujian kelayakan model dengan menggunakan uji F (*Fisher*) statistik.

Model	Variabel Exogen	Variabel Endogen	Nilai F hitung	Nilai F_tabel	Sig	Keterangan
1	- Profit - Insider	Kebijakan Utang	4,202	3,000*)	0,026	Model layak
2	- Profit - Insider - Utang	Kebijakan Dividen	2,956	2,600**)	0,035	Model layak
3	- Profit - Kep. Insider - Keb. Utang - Keb. Dividen	Nilai Perusahaan	60,074	2,370***)	0,000	Model layak

Sumber: Hasil Analisis SPSS

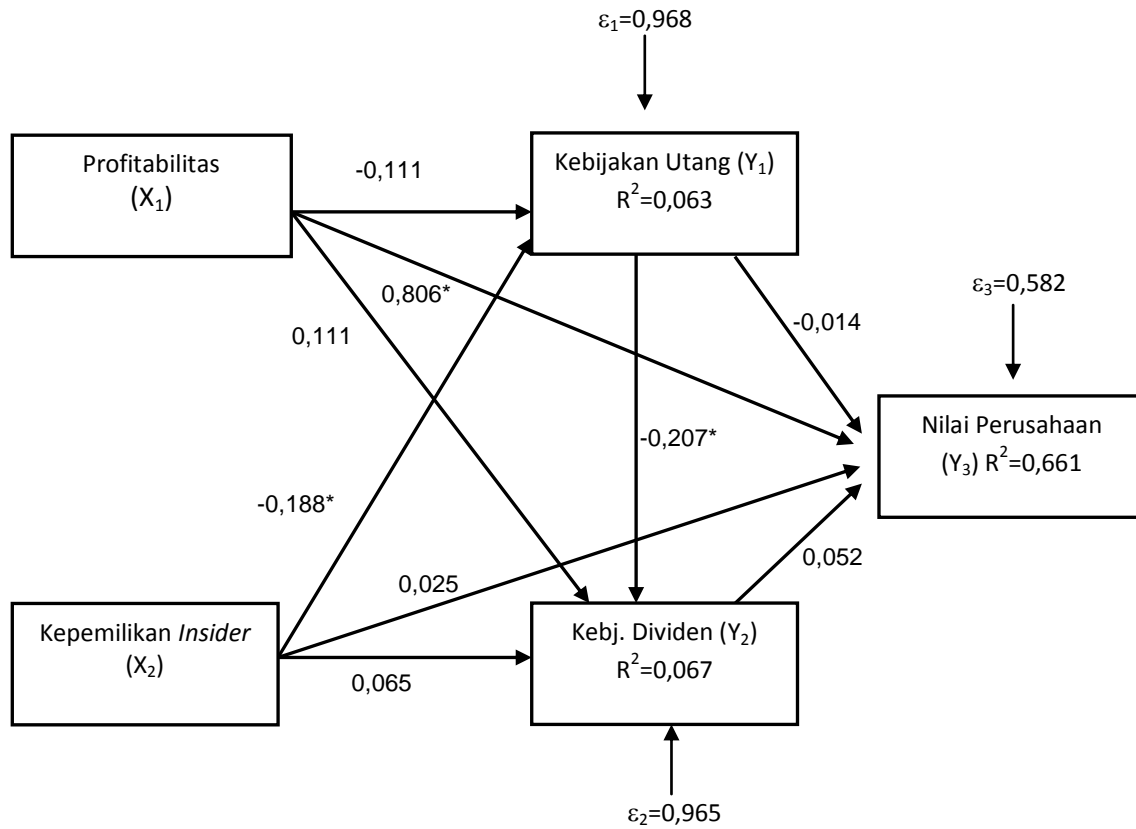
Keterangan *) = F_tabel dari df1=2, df2=125
 **) = F_tabel dari df1=3, df2=124
 ***) = F_tabel dari df1=4, df2=123

Tabel 5.3.
Pengujian kelayakan model dengan menggunakan
koefisien determinasi

Model	Variabel Exogen	Variabel Endogen	Nilai R	Nilai R Square
1	- Profit - Insider	Kebijakan Utang	0,251	0,063
2	- Profit - Insider - Utang	Kebijakan Dividen	0,258	0,067
3	- Profit - Kep. Insider - Keb. Utang - Keb. Dividen	Nilai Perusahaan	0,813	0,661

Sumber: Hasil Analisis SPSS

Gambar 5.2. Koefisien pada diagram Jalur



Keterangan: * Signifikan pada α 0,05
 Nilai $\epsilon_i = \sqrt{1-R^2}$

Tabel 5.7.
 Rangkungan koefisien pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung dan pengaruh total.

Pengaruh	Koefisien	Keterangan
Pengaruh Langsung		
$X_1 \rightarrow Y_1$	-0,111	Tidak signifikan
$X_2 \rightarrow Y_1$	-0,188*)	Signifikan
$X_1 \rightarrow Y_2$	0,111	Tidak signifikan
$X_2 \rightarrow Y_2$	0,065	Tidak signifikan
$Y_1 \rightarrow Y_2$	-0,207*)	Signifikan
$X_1 \rightarrow Y_3$	0,806*)	Signifikan
$X_2 \rightarrow Y_3$	0,025	Tidak signifikan
$Y_1 \rightarrow Y_3$	-0,014	Tidak signifikan
$Y_2 \rightarrow Y_3$	0,052	Tidak signifikan
Pengaruh tidak langsung		
$X_1 \rightarrow Y_2$ melalui Y_1	0,023	Lebih kecil dari pengaruh langsung
$X_1 \rightarrow Y_3$ melalui Y_1	0,002	Lebih kecil dari pengaruh langsung
$X_1 \rightarrow Y_3$ melalui Y_2	0,006	Lebih kecil dari pengaruh langsung
$X_2 \rightarrow Y_2$ melalui Y_1	0,039	Lebih kecil dari pengaruh langsung
$X_2 \rightarrow Y_3$ melalui Y_1	0,003	Lebih kecil dari pengaruh langsung
$X_2 \rightarrow Y_3$ melalui Y_2	0,003	Lebih kecil dari pengaruh langsung
$Y_1 \rightarrow Y_3$ melalui Y_2	-0,010	Lebih besar dari pengaruh langsung
Pengaruh total		
$X_1 \rightarrow Y_2$ melalui Y_1	0,134	Lebih besar dari pengaruh langsung
$X_1 \rightarrow Y_3$ melalui Y_1	0,808	Lebih besar dari pengaruh langsung
$X_1 \rightarrow Y_3$ melalui Y_2	0,811	Lebih besar dari pengaruh langsung
$X_2 \rightarrow Y_2$ melalui Y_1	0,104	Lebih besar dari pengaruh langsung
$X_2 \rightarrow Y_3$ melalui Y_1	0,001	Lebih kecil dari pengaruh langsung
$X_2 \rightarrow Y_3$ melalui Y_2	0,028	Lebih besar dari pengaruh langsung
$Y_1 \rightarrow Y_3$ melalui Y_2	-0,025	Lebih kecil dari pengaruh langsung

Sumber: Hasil analisis statisti diolah