

KEBIJAKAN DIVIDEN MEMODERASI HUBUNGAN STRUKTUR MODAL DAN GROWTH OPPORTUNITY TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Alifah Shabrina
alifah_shabrina@gmail.com
Fidiana

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

The purpose of this research is to examine the influence of capital structure and growth opportunity to the firm value with the dividend policy as the moderating variable on the manufacturing companies which are listed in Indonesia Stock Exchange in 2011-2013 periods. The research samples have been selected by using purposive sampling technique and 18 manufacturing companies (54 firms year) which meet the criteria have been obtained as samples. The data analysis technique has been carried out by using multiple linear regressions analysis which is done by using 16 version SPSS program. The regression equation is done by using Moderated Regression Analysis (MRA). Based on the result of the research shows that: (1) Capital structure does not have any influence to the firm value with the regression value shows a unidirectional positive correlation. (2) Growth Opportunity has influence to the firm value and it shows a negative correlation, so the second hypothesis is denied. (3) The dividend policy has negative influence to the firm value, so the third hypothesis is denied. (4) The interaction between the capital structure and the dividend policy with the negative direction and it cannot moderate the influence of the correlation to the firm value. (5) The interaction between growth opportunity and dividend has positive influence and it can moderate the correlation to the firm value.

Keywords: *Capital Structure, Growth Opportunity, Firm Value and Dividend Policy.*

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh struktur modal dan *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013. Sampel penelitian menggunakan teknik *purposive sampling* sehingga diperoleh 18 perusahaan manufaktur (54 *firm year*) yang memenuhi kriteria. Teknik analisis data menggunakan analisis regresi berganda dengan menggunakan program SPSS versi 16. Persamaan regresi menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA). Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: (1) Struktur Modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan nilai regresi menunjukkan hubungan yang positif searah. (2) *Growth Opportunity* berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan menunjukkan hubungan yang negatif atau berlawanan, sehingga hipotesis kedua ditolak. (3) Kebijakan Dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis ketiga tidak dapat diterima. (4) Interaksi antara struktur modal dan kebijakan dividen dengan arah negatif dan tidak mampu memoderasi pengaruh hubungan terhadap nilai perusahaan. (5) Interaksi antara *growth opportunity* dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan mampu memoderasi hubungan dengan nilai perusahaan.

Kata kunci: Struktur modal, *Growth Opportunity*, Nilai Perusahaan dan Kebijakan Dividen.

Pendahuluan

Nilai perusahaan merupakan indikator bagi pasar untuk menilai perusahaan. Terdapat beberapa faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan diantaranya struktur modal perusahaan, *growth opportunity*, dan kebijakan dividen. Nilai perusahaan dapat dilihat dari nilai pasar atau nilai buku perusahaan ekuitasnya. Dilihat dari tujuan perusahaan sendiri dalam jangka panjang adalah mengoptimalkan nilai perusahaan dengan meminimumkan biaya modal perusahaan. Nilai perusahaan dapat dilihat dari nilai pasar atau nilai buku perusahaan ekuitasnya. Nilai buku itu sendiri terdiri dari kekayaan, hutang, dan ekuitas perusahaan berdasarkan pencatatan yang historis. Nilai perusahaan dapat diukur dengan *price to book value* (PBV), yaitu perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per saham (Bringham and Gapensi, 2006). Nilai perusahaan yang diprosikan dengan PBV mampu memberikan pertimbangan pada investor dalam pengambilan keputusan dengan melihat tingkat kemakmuran suatu perusahaan, Semakin tinggi harga saham, maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Karena nilai perusahaan dapat tercermin dari besarnya harga saham.

Persaingan bisnis antar perusahaan manufaktur yang menginginkan laba maksimum sehingga perusahaan berusaha mengelola laporan keuangan secara efektif dan efisien agar dapat meningkatkan nilai perusahaan juga merupakan salah satu latar belakang dalam penelitian ini. Teori struktur modal dapat menjelaskan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan karena dengan penentuan struktur modal yang optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan. Perilaku pendanaan perusahaan dapat dijelaskan oleh beberapa model teori struktur modal. Menurut Juniati (2010), teori yang menjelaskan hal tersebut antara lain adalah *trade off-theory*, *pecking order theory*, *agency theory*. *Trade off-theory* dan *pecking order theory* merupakan pandangan tradisional. Teori *trade-off* adalah teori yang menjelaskan bahwa struktur modal yang optimal ditemukan dengan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan hutang (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi (Bringham dan Houston, 2001:34).

Faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah *growth opportunity* dan kebijakan dividen. Perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi cenderung menggunakan sahamnya untuk mendanai operasional perusahaan dan sebagai pembelanjaan investasi dengan modal sendiri. Sebaliknya, perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah akan cenderung menggunakan utang jangka panjang, sedangkan kebijakan dividen merupakan kemampuan suatu perusahaan dalam membagikan dividennya merupakan cerminan dari nilai perusahaan. Manajer perusahaan dituntut untuk teliti dalam membaca peluang investasi dan pemberian sinyal positif bagi investor untuk menanamkan modalnya. Tidak semua investor berpikiran positif mengenai pembagian dividen, misalnya disaat keadaan investasi yang menguntungkan namun perusahaan lebih memilih membagikan dividennya sehingga akan menurunkan nilai perusahaan dimata para investor. Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diukur menggunakan DPR (*Dividend Payout Ratio*).

Berdasarkan latar belakang diatas, maka pokok permasalahan yang diambil dalam penelitian ini adalah sebagai berikut : 1) Apakah terdapat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan ? 2) Apakah terdapat pengaruh *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan ? 3) Apakah terdapat pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan ? 4) Apakah kebijakan dividen memoderasi hubungan struktur modal terhadap nilai perusahaan? 5) Apakah kebijakan dividen memoderasi hubungan *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan?

Tinjauan Teoritis

Trade off-theory

Teori struktur modal merupakan teori yang menjelaskan dalam memilih sumber pembiayaan untuk pembelanjaan perusahaan. Ada dua sumber pendanaan dalam perusahaan yaitu sumber dana yang berasal dari internal perusahaan yaitu yang di dapat dari laba ditahan dan depresiasi aktiva tetap, kemudian yang berasal dari eksternal perusahaan yaitu hutang yang di dapat dari para kreditor. Menurut Juniati (2010), sumber dari modal adalah apa yang dapat dilihat seperti hutang lancar, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Modal menggambarkan hak pemilik atas perusahaan yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan pemilik maupun para pemegang saham.

Struktur modal merupakan kombinasi hutang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Tidak seperti *debt ratio* atau *leverage ratio* yang hanya menggambarkan target komposisi hutang dan ekuitas dalam jangka panjang pada suatu perusahaan (Arifin, 2005). Apabila suatu perusahaan dapat memenuhi kebutuhan dana secara internal, maka akan mengurangi hutang perusahaan tersebut. Tetapi apabila perusahaan tidak mempunyai dana yang cukup, maka sebagai pertimbangan dapat menggunakan modal asing. *Trade-off theory* menjelaskan jika posisi struktur modal dibawah titik optimal, maka dengan bertambahnya hutang akan semakin meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika posisi struktur modal diatas titik optimal maka penambahan hutang akan semakin menurunkan nilai perusahaan. Tambahan hutang yang dilakukan perusahaan masih dapat dilakukan selama masih memberikan manfaat yang besar dan masih memiliki aset sebagai jaminan hutang perusahaan. Tetapi, apabila biaya hutang sudah terlalu tinggi, hendaknya perusahaan tidak menambah hutang lagi untuk menghindari hal yang tidak diinginkan dikemudian hari.

Model Pecking Order (Pecking Order Theory)

Teori ini disebut pecking order karena teori ini menjelaskan mengapa suatu perusahaan akan menentukan hirarki dalam menentukan sumber dana yang paling disukai. Dimana perusahaan lebih menyukai pendanaan dari dana internal. Apabila profitabilitas suatu perusahaan naik, maka perusahaan cenderung mengurangi hutang dengan asumsi perusahaan mempunyai sumber dana internal yang melimpah.

Teori Keagenan (Agency Theory)

Menurut pendekatan ini, struktur modal disusun sedemikian rupa mengurangi konflik antara berbagai kelompok kepentingan (Hanafi, 2003). Manajemen merupakan agen dari pemegang saham sebagai pemilik perusahaan.

Teori Sinyal (Signaling Theory)

Teori sinyal adalah suatu tindakan jika dikaitkan dengan peningkatan nilai perusahaan pada saat terjadi asimetri informasi, manajer perusahaan dapat memberikan sinyal atau petunjuk mengenai kondisi perusahaan kepada investor guna memaksimalkan nilai saham perusahaan. Perusahaan dengan prediksi yang menguntungkan di masa depan biasanya cenderung menghindari penjualan saham, kemudian mengusahakan modal dengan cara lain termasuk penambahan hutang diluar batas struktur modal yang normal, sebaliknya perusahaan dengan prediksi nilai saham yang kurang menguntungkan akan cenderung menjual sahamnya.

Growth Opportunity

Growth opportunity adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan (Mai, 2006). Sedangkan peluang pertumbuhan itu sendiri merupakan perubahan dari total aktiva yang dimiliki perusahaan. *Growth opportunity* juga merupakan kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi yang dapat memberikan keuntungan. Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung akan melewatkan kesempatan dalam berinvestasi pada kesempatan investasi yang menguntungkan. Pertumbuhan perusahaan merupakan peluang yang diharapkan oleh pihak internal maupun pihak eksternal perusahaan agar mampu memberi sinyal positif kepada investor sebagai kesempatan dalam berinvestasi. Menurut pandangan investor, perusahaan dengan potensi pertumbuhan perusahaan yang pesat atau tinggi diharapkan mampu memberikan keuntungan atau return yang maksimal dalam hal investasi di masa yang akan datang. Perusahaan yang berpotensi untuk mencapai pertumbuhan yang tinggi kemungkinan akan mendorong perusahaan untuk melakukan perluasan usaha dimana mereka membutuhkan dana yang tinggi pula untuk menjalankan rencananya sehingga akan mempengaruhi struktur modal dalam pembiayaan dananya.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dapat dilihat dan diukur melalui nilai pasar atau nilai buku perusahaan dari ekuitasnya. Nilai perusahaan dapat diukur dengan *Price to Book Value (PBV)*, yaitu perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per saham (Brigham dan Gapenski, 2006). Jika harga saham perusahaan tinggi, maka dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan tersebut juga baik, karena suatu perusahaan dikatakan memiliki nilai yang baik jika kinerja perusahaannya baik yang tercermin dari harga sahamnya.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang paling penting karena kebijakan tersebut dapat menjelaskan kemampuan pendapatan perusahaan yang bisa dibayarkan sebagai dividen dan seberapa banyak yang dapat dipertahankan, karena pembagian dividen bagi sebagian investor bukan merupakan sinyal yang positif. Investor menganggap manajer perusahaan tidak peka dalam membaca peluang investasi yang menghasilkan keuntungan namun tetap memilih untuk membagikan dividen. Dalam hal ini nilai perusahaan dapat menurun karena kurangnya minat investor untuk menanamkan modal. Maksud dan tujuan investor itu sendiri ialah investasi dana dengan tujuan memaksimalkan kekayaan yang didapat dari dividen atau *capital gain* dan manajemen berusaha sebaik mungkin untuk memenuhi keinginan investor yaitu memaksimalkan kesejahteraan mereka dengan membuat keputusan yang baik dalam kebijakan dividen dan pendanaan. Investor lebih menyukai dividen dibandingkan dengan *capital gain* karena dividen dianggap dapat memecahkan ketidakpastian yang akan dihadapi.

Penelitian Terdahulu

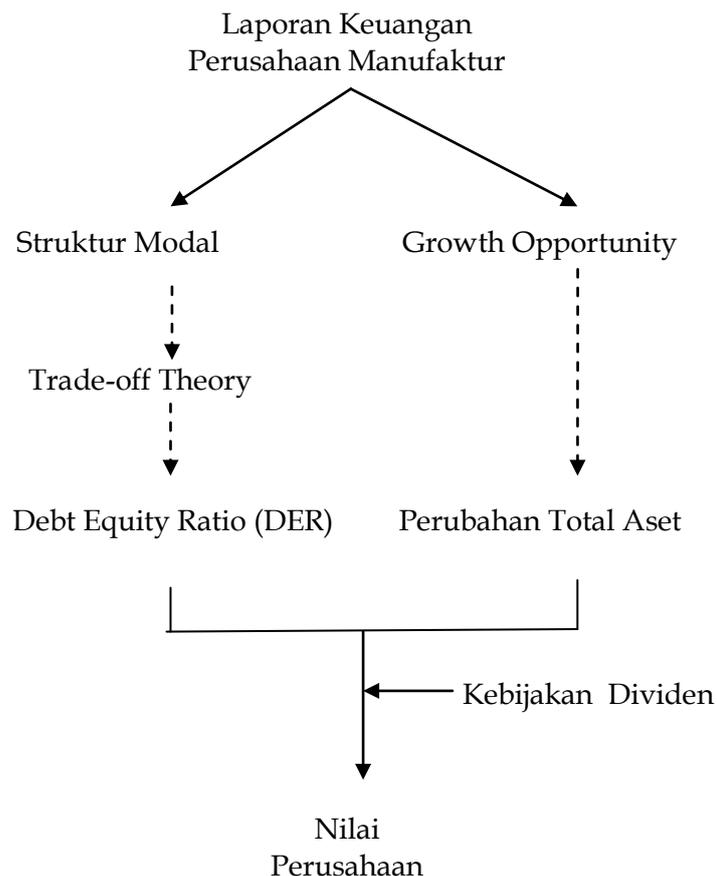
Rassri dan Mustanda (2013), meneliti pengaruh struktur modal, kebijakan dividen dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Variabel independennya adalah struktur modal, kebijakan dividen dan keputusan investasi, sedangkan variabel terikatnya adalah nilai perusahaan. Variabel independennya adalah struktur modal, kebijakan dividen dan keputusan investasi, sedangkan variabel terikatnya adalah nilai perusahaan

Juniati (2010), melakukan penelitian tentang pengaruh *firm size*, *growth opportunity*, *liquidity*, dan *profitability* terhadap struktur modal perusahaan. Dengan hasil, *firm size* (X1) secara individu tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan, *growth opportunity* (X2) secara individu berpengaruh signifikan terhadap struktur modal

perusahaan, *liquidity* (X3) secara individu berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan, *profitability* (X4) secara individu tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil perhitungan secara simultan *firm size*, *growth opportunity*, *liquidity*, dan *profitability* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Model Penelitian

Dalam penelitian ini, yang digunakan sebagai variabel bebasnya adalah *debt to equity ratio* (DER), kebijakan dividen dihitung dengan menggunakan *dividend payout ratio* (DPR), sedangkan variabel terikatnya adalah nilai perusahaan diproksikan dengan *price book value* (PBV). Kerangka penelitian ini digambarkan sebagai berikut :



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

Keterangan :

Variabel dependen (Y) : Nilai Perusahaan
Variabel independen (X₁) : Struktur Modal
Variabel independen (X₂) : *Growth Opportunity*
Variabel Moderasi (X₃) : Kebijakan Dividen

Metode Penelitian

Populasi dan Sampel

Penelitian ini menguji hubungan antara variabel bebas (X1 dan X2) yaitu variabel struktur modal dan *growth opportunity* terhadap variabel terikat (Y) yaitu nilai perusahaan dengan variabel moderasi (X3) adalah kebijakan dividen. Adanya karakteristik yang telah ditentukan dalam penelitian, sehingga dari sekian banyak perusahaan manufaktur maka diperoleh sebanyak 18 sampel perusahaan manufaktur yang akan diteliti. Adapun kriteria yang ditetapkan untuk memilih sampel dalam penelitian ini meliputi :

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada taun 2011-2013 dengan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Directory*
2. Perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan keuangan yang berakhir tanggal 31 Desember secara berturut-turut selama periode 2011-2013.
3. Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen selama periode 2011-2013 secara berturut-turut.
4. Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan dalam satuan mata uang Rupiah.

Jenis dan Sumber data

Jenis data yang digunakan adalah data dokumentasi. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur tahun 2011-2013 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia melalui media perantara yang memuat data variabel-variabel *debt to equity ratio* (DER), *price book value* (PBV), *growth opportunity* (GROWTH), *dividend payour ratio* (DPR). Data tersebut diperoleh dari Bursa Efek Indonesia, *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), website www.idx.co.id dan website perusahaan.

Definisi Operasional Variabel

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dapat diukur dengan rasio *Price to Book Value* (PBV). Rasio PBV adalah rasio yang membandingkan antara harga per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham di BEI periode 2011 sampai dengan 2013 :

$$PBV = \frac{\text{Harga Per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}} \times 100\%$$

Struktur Modal

Struktur modal (X₁) dapat diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio DER dihitung dengan membagi total hutang dengan total modal perusahaan sendiri.

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}} \times 100\%$$

Growth Opportunity

Peluang pertumbuhan perusahaan pada penelitian ini diukur dengan menggunakan perubahan total aktiva. Perubahan total aktiva dihitung dengan total aktiva periode sekarang dikurangi dengan total aktiva pada periode sebelumnya, dan dibagi dengan total aktiva periode sebelumnya.

Kebij

$$GROWTH = \frac{\text{Total Aset}^{t-2} - \text{Total Aset}^{t-1}}{\text{Total Aset}^{t-1}} \times 100\%$$

Kebijakan dividen dapat dihitung dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) (Mardiyanti, 2012). DPR merupakan hasil bagi antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham perusahaan. Kebijakan perusahaan dalam pembagian dividen per tahun nya berbeda-beda, dan juga tidak semua perusahaan membagikan dividen nya secara berturut-turut sesuai kriteria yang diambil yaitu selama tahun 2011-2013 (3 tahun).

$$DPR = \frac{\text{Dividend per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}} 100\%$$

Teknik Analisis Data

Metode analisis deskriptif yaitu menganalisis dengan Metode analisis deskriptif adalah metode menganalisis dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum tau generalisasi (Sugiyono, 2003). Data kuantitatif diolah menggunakan program SPSS versi 16.0 sehingga dapat memberi penjelasan mengenai kondisi perusahaan selama periode pengamatan.

Analisis dan Pembahasan

Analisis statistik deskriptif merupakan suatu metode yang digunakan untuk mengetahui, mengorganisir, dan menganalisis data kuantitatif, sehingga diperoleh gambaran responden atau perusahaan dengan ukuran yang digunakan deskripsi penelitian ini antara lain, jumlah data penelitian, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*), dan standar deviasi untuk satu variabel dependen, yaitu nilai perusahaan dan dua variabel independen antara lain struktur modal dan *growth opportunity*, serta variabel moderasi yaitu kebijakan deviden. Terdapat sebanyak 54 data observasi dari tahun 2011 hingga 2013 yang perhitungan analisis regresi linear berganda dihitung menggunakan *software* SPSS 16. Statistik deskriptif masing-masing variabel akan dijelaskan dalam tabel 1 sebagai berikut:

Tabel 1
Statistik Deskriptif

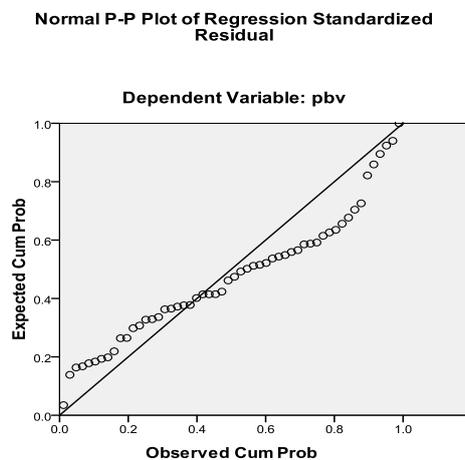
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PBV	54	0.40	47.27	3.4030	6.59267
DER	54	0.11	7.40	0.8454	0.92775
GROWTH	54	-0.06	0.75	0.1881	0.13594
DPR	54	0.07	79.80	30.9698	22.06267
DER*DPR	54	0.17	421.06	34.4815	68.24341
GROWTH*DPR	54	-1.79	42.61	6.2185	7.35659
Valid N (listwise)	54				

Sumber : data diolah

Berdasarkan tabel 1 diketahui bahwa jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini adalah 54 data. Rata-rata *PBV* yaitu variabel nilai perusahaan sebesar 3,4030. Tingkat rata-rata penyimpangan sebesar 6,59267. Nilai perusahaan terendah (minimum) pada perusahaan manufaktur yaitu PT Lautan Luas Tbk untuk tahun 2013 sebesar 0,40%. Nilai perusahaan tertinggi (maksimum) adalah pada PT Multi Bintang Indonesi Tbk sebesar 47,27%.

Uji Normalitas

Dari gambar 2 grafik P-P Plot of Regression hasil uji normalitas, model regresi yang dilakukan terlihat telah mendekati dari garis diagonal lurus keatas. Terlihat bahwa pola titik-titik menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, sehingga asumsi normalitas dari persamaan regresi terpenuhi.



Gambar 2
Grafik Hasil Uji Normalitas Data

Uji Multikolinieritas

Berikut disajikan pada tabel 2 hasil dari olahan menggunakan SPSS 16 bahwa nilai TOL dari kelima variabel (DER, GROWTH, DPR, DER*DPR, dan GROWTH*DPR) lebih besar atau diatas dari 0,10 dan nilai VIF kurang dari atau dibawah nilai 10. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala mutikolinieritas antar variabel independen pada model regresi.

Tabel 2
Uji Multikolinieritas
Coefficients^a

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
DER	0.535	1.868
GROWTH	0.231	4.322
DPR	0.314	3.188
DER*DPR	0.374	2.674
GROWTH*DPR	0.120	8.315

a. Dependent Variable: PBV

Sumber: data diolah

Uji Autokorelasi

Cara yang digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui ada tidaknya korelasi adalah dengan menggunakan Uji Durbin-Watson (DW Test). Berdasar analisis regresi yang telah dilakukan, dimana nilai DW yang diperoleh adalah 1,845, maka dapat dikatakan bahwa tidak terjadi autokorelasi.

Tabel 3
Uji Autokorelasi

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.567 ^a	.321	.251	5.70729	1.845

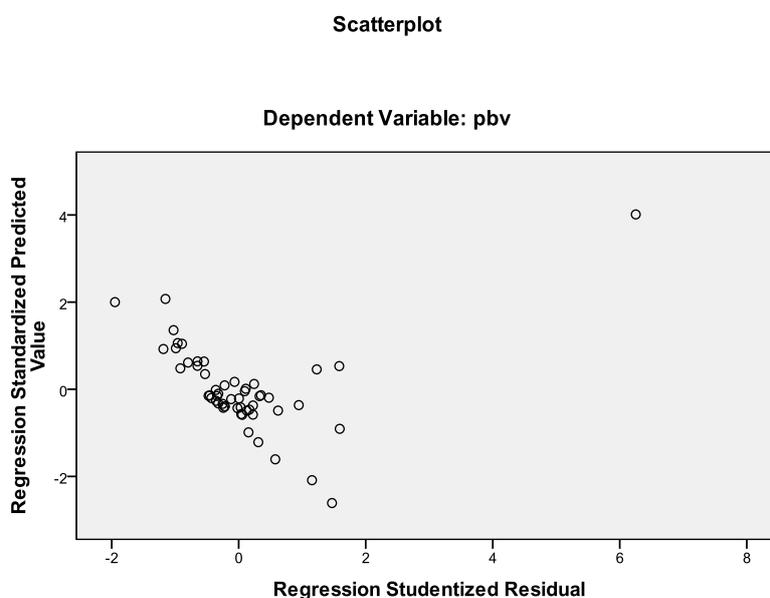
a. Predictors: (Constant), DER, GROWTH, DPR, DER*DPR, GROWTH*DPR

b. Dependent Variable: PBV

Sumber: data diolah

Uji Heterokedastisitas

Hasil uji heterokedastisitas dibawah dimana pada grafik *scatterplot* dibawah titik-titik menyebar secara acak, baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, titik tersebut tidak membentuk pola tertentu yang jelas, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas dalam model regresi.



Gambar 3
Grafik Scatterplot Hasil Uji Heteroskedastisitas

Pembahasan

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik diatas, di dapat kesimpulan bahwa data penelitian sudah berdistribusi normal. Karena asumsi normalitas terpenuhi, tidak terdapat multikolinieritas, tidak terjadi autokorelasi, dan juga tidak terjadi heteroskedastisitas. Sehingga dapat dikatakan data telah memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE).

Tabel 4
Hasil Uji Regresi Linier Berganda

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized		Standardized	T	Sig.
		Coefficients		Coefficients		
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	11.322	2.850		3.973	.000
	DER	1.642	1.156	.231	1.422	.162
	GROWTH	-51.337	11.989	-1.059	-4.282	.000
	DPR	-.215	.063	-.720	-3.392	.001
	DER*DPR	-.026	.019	-.268	-1.377	.175
	GROWT*DPR	1.272	.307	1.419	4.139	.000

a. Dependent Variable: PBV

Sumber: data diolah

Berdasarkan tabel 4 maka dapat diketahui persamaan regresi linier berganda pada penelitian ini yaitu :

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_1 * X_3 + \beta_5 X_2 * X_3 + e$$

$$PBV = a + \beta_1 DER_1 + \beta_2 GROWTH_2 + \beta_3 DPR + \beta_4 DER_1 * DIV + \beta_5 GROWTH_2 * DIV + e$$

$$PBV = 11,322 + 1,642DER - 51,337GROWTH - 0,215DPR - 0,026DER*DIV + 1,272GROWTH*DIV + e$$

Keterangan :

Y = Nilai perusahaan (VAL)

A = Konstanta

$\beta_1 - \beta_5$ = Koefisien Regresi

X₁ = Struktur Modal (DEBT)

X₂ = *Growth Opportunity* (GROWTH)

X₃ = Kebijakan Dividen (DIV)

*X₁ = Interaksi antara struktur modal dengan kebijakan dividen

*X₂ = Interaksi antara *growth opportunity* dengan kebijakan dividen

e = Standar eror / tingkat kesalahan penduga dalam penelitian

Pengujian Hipotesis

Tabel 5
Uji goodness of fit
ANOVA^b

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	740.045	5	148.009	4.544	.002 ^a
1 Residual	1563.512	48	32.573		
Total	2303.557	53			

a. Dependent Variable: PBV

b. Predictors: (Constant), DER, GROWTH, DPR, DER*DPR, GROWTH*DPR

Sumber: data diolah

Berdasarkan tabel 5 diatas, nilai F hitung menunjukkan nilai sebesar 4,544 dengan tingkat signifikansi 0,002 yang berarti bahwa lebih kecil dari α (0,05). Sehingga disimpulkan

bahwa model yang dibangun telah memenuhi kriteria *fit*, yang berarti struktur modal berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Dapat dikatakan bahwa pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, *growth opportunity* dan kebijakan variabel sebagai variabel *moderating* telah memenuhi kriteria *fit* atau sesuai. Hal ini juga menunjukkan pengaruh variabel bebas, mampu menjelaskan keragaman dari nilai perusahaan yang tercermin dari nilai PBV.

Uji t digunakan untuk melihat pengaruh variabel bebas yaitu DER, GROWTH, dan DPR dengan variabel terikat yaitu nilai perusahaan (PBV), seberapa jauh variabel penjelas (independen) secara individual dapat menjelaskan variabel dependen. Berikut disajikan tabel 13 hasil dari uji t sebagai berikut.

Tabel 6
Uji t
Coefficients^a

Model	Unstandardized		Standardized	T	Sig.
	Coefficients		Coefficients		
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	11.322	2.850		3.973	.000
DER	1.642	1.156	.231	1.422	.162
GROWTH	-51.337	11.989	-1.059	-4.282	.000
DPR	-.215	.063	-.720	-3.392	.001
DER*DPR	-.026	.019	-.268	-1.377	.175
GROWT*DPR	1.272	.307	1.419	4.139	.000

a. Dependent Variable: PBV

Sumber: data diolah

Hasil uji t diatas menunjukkan pengaruh variabel-variabel antara variabel independen terhadap variabel dependen. Berdasar tabel 6 uji t diatas, dapat dijelaskan sebagai berikut:

1.) Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Variabel DER tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan nilai PBV. Hal ini menunjukkan bahwa setiap terjadi penambahan *Debt to Equity Ratio* (DER) maka tidak akan mempengaruhi naik atau turunnya nilai perusahaan (PBV). Kenaikan nilai perusahaan tidak selamanya memberi sinyal positif bagi pihak eksternal, dimana perusahaan manufaktur menggunakan hutang dengan kapasitas lebih besar dibanding dengan modal sendiri. Menurut teori trade off, struktur modal yang optimal adalah dengan cara menyeimbangkan total hutang dengan total modal, serta total biaya keagenan dengan total biaya kesulitan. *Trade-off theory* juga menjelaskan jika posisi struktur modal dibawah titik optimal, maka dengan bertambahnya hutang akan semakin meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika posisi struktur modal diatas titik optimal maka penambahan hutang akan semakin menurunkan nilai perusahaan.

2.) Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap Nilai Perusahaan

Growth Opportunity berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan yang menunjukkan bahwa setiap terjadi kenaikan GROWTH maka akan menurunkan nilai perusahaan. Ini berarti bahwa perusahaan dengan *Growth Opportunity* yang tinggi akan cenderung lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan dengan pertumbuhan *Growth Opportunity* lambat atau rendah. Sehingga hipotesis kedua (H_2) yang menyatakan bahwa *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan tidak dapat diterima. Hal ini terjadi karena perusahaan dengan GROWTH tinggi cenderung melewatkan kesempatan dalam berinvestasi dan cenderung kurangnya melakukan inovasi terhadap produk-produk mereka.

3.) Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Dividend Payout Ratio memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan PBV yang memiliki makna besarnya dividen yang dibayarkan setiap perusahaan manufaktur kepada investor berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Dalam hal ini kenaikan dividen yang terjadi tidak selalu diikuti dengan kenaikan nilai perusahaan (PBV), karena nilai perusahaan ditentukan dari berbagai macam faktor lain diantaranya ditentukan dari kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari produksi atau dari hasil investasinya. Menurut Mardiyanti, dkk. 2012 bahwa meningkatnya nilai dividen tidak selalu diikuti dengan meningkatnya nilai perusahaan karena nilai perusahaan ditentukan hanya oleh kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya. Namun sejalan dengan *signaling theory* dimana pembagian dividen merupakan sinyal yang positif bagi sebagian investor dimana pembayaran dividen dianggap lebih baik dibanding *capital gain* di masa yang akan datang.

4.) Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Deviden sebagai Pemoderasi

Dari hasil pengujian diatas didapat hasil dari interaksi antara struktur modal dan kebijakan dividen dengan arah negatif dantidak mampu secara signifikan memoderasi pengaruh terhadap nilai perusahaan, dimana nilai t hitung $DER \cdot DPR$ adalah sebesar -1,377 dan tingkat signifikansi nya sebesar 0,175 yang berarti lebih besar dari 0,05. Maka hipotesis keempat (H_4) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen secara positif memoderasi hubungan antara struktur modal terhadap nilai perusahaan tidak dapat diterima. Ini menunjukkan variabel DER dan DPR tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderating. Beberapa kemungkinan yang mungkin dapat menjelaskan hasil tersebut yaitu, besar kecilnya suatu dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tidak terlalu berdampak dengan tinggi rendahnya nilai suatu perusahaan. Hanya saja pembayaran dividen yang terjadi saat ini lebih baik digunakan daripada *capital gain* di masa yang akan datang, hal ini sejalan dengan *signalling theory* dimana investor lebih menyukai pembayaran dividen saat ini daripada *capital gain*, karena dividen dianggap dapat memecahkan ketidakpastian yang akan dihadapi.

5.) Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Deviden sebagai Pemoderasi

Hasil dari interaksi antara *growth opportunity* dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan mampu secara signifikan memoderasi pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Hipotesis kelima (H_5) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen secara positif memoderasi hubungan antara *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan dapat diterima. Kemungkinan yang dapat ditarik kesimpulan, bahwa semakin tinggi tingkat pertumbuhan aset suatu perusahaan maka akan semakin tinggi juga nilai perusahaan tersebut. Peningkatan aset suatu perusahaan dapat memberikan sinyal positif dan keyakinan pada

investor bahwa perusahaan mampu memberikan imbalan atau hasil yang menguntungkan bagi investor sejalan dengan peningkatan pertumbuhan tersebut. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Sofyaningsih (2011) dimana pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan nilai signifikansi sebesar 0,034.

Simpulan

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh struktur modal dan *growth opportunity* pada nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel pemoderasi. Berikut beberapa hasil yang dapat disimpulkan dari penelitian ini: Pertama, Struktur modal yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan arah positif yang diukur dengan *Price to Book Value* (PBV). Hal tersebut menjelaskan bahwa setiap terjadi kenaikan nilai perusahaan, tidak selamanya member sinyal positif dimata investor. Kedua, *Growth Opportunity* (GROWTH) berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sehingga setiap terjadi pertumbuhan asset akan menurunkan nilai perusahaan, dimana sinyal dipandang terbalik bagi investor. Ketiga, *Dividend Payout Ratio* (DPR) berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang menunjukkan bahwa setiap terjadi kenaikan variabel DPR dan profitabilitas maka akan menurunkan rasio nilai perusahaan. Keempat, Interaksi antara struktur modal dan kebijakan dividen dengan arah negatif dan tidak mampu memoderasi hubungan terhadap nilai perusahaan, sehingga menunjukkan besar kecilnya suatu dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tidak terlalu berdampak dengan tinggi rendahnya nilai suatu perusahaan. Perusahaan dengan tingkat DER tinggi seharusnya membagikan dividen lebih kecil, karena laba digunakan untuk melunasi kewajibannya. Kelima, Interaksi antara *growth opportunity* dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan mampu memoderasi pengaruh terhadap nilai perusahaan. Perusahaan dengan potensi untuk tumbuh tinggi, mempunyai kemampuan untuk membayar dividen stabil, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah, berusaha menarik dana hutang untuk biaya investasi sehingga pembayaran dividen tidak stabil. Keenam, rendahnya pembayaran dividen (DPR) yang dibayarkan perusahaan disebabkan oleh rasio pembayaran hutang yang tinggi. Dengan tingginya rasio DER membuat peningkatan GROWTH juga tinggi, karena perusahaan berusaha untuk menutupi atau membayar hutang. Ketujuh, Hasil dari uji *goodness of fit* dapat disimpulkan bahwa pemodelan yang dibangun memenuhi kriteria *fit*.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian, diharapkan mampu memberi gambaran tentang pengaruh struktur modal dan *growth opportunity* pada nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel pemoderasi. Beberapa saran yang dapat diberikan diantaranya: Pertama, Bagi peneliti yang akan datang, diharapkan dapat memperluas objek penelitian dan memperpanjang periode pengamatan dari yang sebelumnya. Penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dengan periode pengamatan selama 3 tahun. Kedua, Hasil *Adjusted R Square* menunjukkan hasil yang cukup rendah, sehingga menunjukkan variabel dependen lebih banyak dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian. Akan lebih baik apabila menambahkan atau mengurangi variabel lain selain variabel yang telah digunakan seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, kepemilikan manajerial, dan sebagainya sehingga nilai *Adjusted R Square* dapat ditingkatkan nilainya dan permodelan menjadi lebih baik. Ketiga, Bagi manajemen perusahaan diharapkan dalam menentukan struktur modal perlu dipertimbangkan dengan cermat karena struktur modal merupakan faktor penting dalam menilai suatu perusahaan, diharapkan menggunakan hutang pada tingkat tertentu sebagai sumber pendanaan untuk

membiayai perusahaan. Keempat, Investor dalam melakukan investasi perlu mempertimbangkan struktur modal perusahaan dan tingkat pertumbuhan perusahaan agar di dapat *return* yang baik sesuai analisa yang diharapkan.

Daftar Pustaka

Abdillah, A. 2013. Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di BEI periode 2009-2012. *Jurnal*. Universitas Dian Nuswantoro. Semarang.

Arief, S. 2006. Metodologi Penelitian Ekonomi. Jakarta: UI Press.

Arifin, Z. 2005. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.

Bagus, D. 2009. Teori Struktur Modal. <http://jurnal-sdm.blogspot.com/2009/06/teori-struktur-modal.html>. Diakses tanggal 20 Oktober 2014.

Brealey, Myers and Marcus. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jilid 1. Erlangga. Jakarta

Brigham, E.F. dan J.F. Houston. 2004. *Fundamentals of Financial Management*. Edisi Kesepuluh. Buku 1. South-Western. Singapore. Terjemahan A.A. Yulianto. 2009. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Buku 1. Salemba Empat. Jakarta.

Brigham, E.F and L.C Gapenski. 2006. *Intermediate Financial Management*. 7th edition. The Dryden Press. SeaHarbor Drive.

_____. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jilid 1. Salemba Empat. Jakarta.

Fenandar, G.I. dan S. Raharja. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Journal of Accounting* 1(2): 1-10.

Gayatri, N.L.P.R. dan I.K. Mustanda. 2013. Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal*. Universitas Udayana. Bali.

Ghozali, I. 2006. *Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang

Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Edisi Kelima. Semarang. Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang

Hanafi, M.M. 2003. *Analisis Laporan Keuangan*. YKPN. Yogyakarta.

Hermuningsih, S. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. Universitas Sarjanawiyata Taman Siswa. Yogyakarta.

Herawati, T. 2013. *Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan*. Universitas Negeri Padang.

- Indriantoro dan Supomo. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*.BPFE. Yogyakarta.
- Kuncoro, M. 2001. *Metode Kuantitatif*. Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN. Yogyakarta.
- Kusnaeni, D. 2012. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Industri Barang Konsumsi Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Pasca Sarjana.Universitas Terbuka.Jakarta.
- Lestari, I. F, dkk. 2012. *Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Keputusan Investasi dan Kepemilikan Insider Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Seluruh Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2008-2011)*. Universitas Riau.
- Mahendra, A. 2011.Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderating) pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia.*Tesis*. Universitas Udayana. Denpasar.
- Mai, M.U. 2006. Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta, *Ekonometrika*: 228-245 . Politeknik Negeri. Bandung.
- Mardiyanti, Umi, G.N. Ahmad dan R. Putri. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*: 3(1).
- Meythi.2012. Dampak Interaksi Antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam Menilai Perusahaan.*Jurnal Keuangan dan Perbankan*16:407-414.
- Modigliani, F and M. Miller. 1963. Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*: 433-443.
- Myers, S.C. 2001. Capital Structure. *The journal of Econoics Perspective* 15(2): 81-102.
- Rochaety, Ety dkk. 2007. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Mitra Wacana Media. Jakarta.
- Safrida, E. 2008. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEJ. *Tesis*.Sekolah Pasca Sarjana Universitas Sumatera Utara. Medan.
- Sofyaningsih, S. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan*, 3(1): 68-87. Universitas Stikubank. Semarang.
- Soliha, E. & Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 7(1): 1-10.
- Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Bisnis (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif dan R&D)*. Alfabeta. Bandung.

Sujoko dan U. Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 9(1).

Sumani, dan L. Rachmawati. 2012. Analisis Struktur Modal dan Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Bisnis (EMAS)* 6(1). Universitas Mayjend Sungkono. Mojokerto.

Susanti, R. 2010. Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Dipenogoro. Semarang.

Weston, J.F. dan E.F. Brigham. 1998. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan, Jilid 2.

Wibowoputra, A.S. 2012. Pengaruh *Leverage* dan *Growth Opportunities* terhadap Kebijakan Deviden Perusahaan Manufaktur yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011. *Jurnal*.

www.idx.co.id dalam perusahaan yang tercatat, laporan tahunan mulai tahun 2008 sampai tahun 2012.