

## PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN DAN STRUKTUR MODAL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN

Gita Aprilia  
gitaaprilial19@gmail.com  
Suhermin  
suhermin@stiesia.ac.id

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

### ABSTRACT

*This study is aimed to examine and to find out the influence of firm size and capital structure to the firm value by using dividend policy as the intervening variable. The population is all manufacturing companies which are listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2012-2016 periods. The sample collection technique has been done by using purposive sampling so that 16 samples of manufacturing companies which meet the criteria have been selected as the research samples. Statistical method which has been used in this research is descriptive statistic with path analysis method as the analysis technique. The result shows that firm size does not give any influence to the dividend policy, capital structure gives positive influence to the dividend policy. Firm size gives negative influence to the firm value, capital structure gives positive influence to the firm value, and dividend policy give positive influence to the firm value. This result shows that dividend policy cannot mediate the influence of firm size to the firm value but dividend policy can mediate the influence of capital structure to the firm value.*

*Keywords: firm value, firm size, capital structure, and dividend policy.*

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan mengetahui pengaruh ukuran perusahaan dan struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2012-2016. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* sehingga diperoleh sebanyak 16 sampel perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian. Metode statistik yang digunakan dalam penelitian adalah statistik deskriptif dengan metode analisis jalur sebagai teknik analisis. Hasil pengujian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, struktur modal berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan namun kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: nilai perusahaan, ukuran perusahaan, struktur modal, dan kebijakan dividen

### PENDAHULUAN

Kondisi perekonomian dan banyaknya perusahaan dalam industri saat ini telah menciptakan suatu persaingan antar perusahaan untuk dapat bertahan dan menjadi yang terbaik. Hal ini mendorong setiap perusahaan untuk melakukan strategi bisnis. Strategi bisnis yang dilakukan perusahaan yang satu dengan yang lainnya berbeda-beda, tetapi hal ini perlu dilakukan dalam mencapai tujuan perusahaan. Tujuan dasar manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik atau memaksimalkan nilai perusahaan (Sitanggang, 2013:72). Nilai perusahaan akan tercermin dalam harga pasar saham, sehingga semakin tinggi harga saham maka kekayaan pemegang saham juga akan meningkat sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Tabel 1  
Data Price to Book Value Sektor Manufaktur

Sektor Manufaktur	2012	2013	2014	2015	2016
Industri Dasar dan Kimia	0.88	1.53	1.96	1.68	1.94
Aneka Industri	1.00	0.03	0.92	0.99	1.23
Industri Barang dan Konsumsi	8.19	5.61	5.15	4.53	2.06
Rata-rata	3.36	2.39	2.68	2.40	1.74

Sumber: Data Skunder Diolah, 2017

Dalam peranannya, sektor industri manufaktur memberikan sumbangan terbesar dalam pertumbuhan ekonomi Indonesia melalui nilai tambah, lapangan kerja dan devisa. Perusahaan manufaktur terdiri dari tiga sektor yaitu sektor industri dasar dan kimia, sektor aneka industri dan sektor industri barang konsumsi. Pada kurun waktu 2012 sampai dengan 2016 nilai perusahaan sektor manufaktur mengalami penurunan sehingga grafik yang ditunjukkan pada adalah kecenderungan turun, ini berarti tidak semua perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dapat meningkatkan kemakmuran investor. Jika hal tersebut terus berlanjut dan tidak menunjukkan kinerja yang baik maka perusahaan dihadapkan pada masalah yang akan memberikan pandangan negatif dari masyarakat, sehingga perlu dianalisis faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan.

Keputusan kebijakan dividen merupakan keputusan untuk membagi laba kepada para pemegang saham yang disebut dividen atau menahan laba untuk keperluan diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Musthafa, 2017:1). Besar kecilnya dividen yang dibagikan akan sangat mempengaruhi pencapaian maksimalisasi kesejahteraan bagi pemegang saham. Meningkatnya pembayaran dividen dapat diartikan oleh pemegang saham sebagai sinyal bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik dimasa yang akan datang. Perusahaan yang memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar dividen juga besar. Harga saham akan dimaksimalkan melalui dividen yang tinggi (Sitanggang, 2013:193).

Ukuran perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Besar kecilnya perusahaan akan mempengaruhi kemampuan dalam tanggungan risiko yang timbul dari berbagai macam situasi yang dihadapi oleh perusahaan. Pada perusahaan besar terdapat lebih banyak sumberdaya yang berguna untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan serta memiliki strategi dalam mengatasi risiko perusahaan sehingga perusahaan besar memiliki kredit yang lebih baik dari pada perusahaan kecil. Ukuran perusahaan yang besar dan terus tumbuh dapat menggambarkan tingkat profit mendatang, kemudahan pembiayaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan menjadi informasi yang baik bagi investor (Eko *et al.*, 2014).

Keputusan sumber dana yang dipakai untuk memperkuat struktur modal suatu perusahaan merupakan keputusan sederhana tetapi memiliki implikasi kuat terhadap sesuatu yang terjadi dimasa mendatang. Kebutuhan dana untuk memperkuat struktur modal suatu perusahaan harus bersumber dari tempat-tempat yang dianggap aman dan jika digunakan dapat memperkuat struktur modal keuangan perusahaan. Struktur modal menggambarkan perbandingan jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Perusahaan yang menggunakan hutang dalam operasinya akan menghemat beban pajak, karena pajak dihitung dari laba operasi setelah dikurangi dengan bunga hutang, sehingga laba bersih yang menjadi hak pemegang saham akan menjadi lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang, hal ini berdampak pada peningkatan nilai perusahaan (Syahadatina dan Suwitho, 2015). Perusahaan dapat menambah hutang selama perusahaan masih mempunyai kemampuan memperoleh tambahan laba operasi yang lebih besar dari tambahan bunga akibat dari tambahan hutang tersebut (Sitanggang, 2013:73).

Rumusan masalah dikemukakan sebagai berikut: (1) Apakah ukuran perusahaan berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)?, (2) Apakah struktur modal berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)?, (3) Apakah ukuran perusahaan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)?, (4) Apakah struktur modal berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)?, (5) Apakah kebijakan dividen berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)?, (6) Apakah ukuran perusahaan berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)?, (7) Apakah struktur modal berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)?.

Tujuan penelitian dikemukakan sebagai berikut: (1) Untuk menguji dan mengetahui pengaruh langsung ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), (2) Untuk menguji dan mengetahui pengaruh langsung struktur modal terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), (3) Untuk menguji dan mengetahui pengaruh langsung ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), (4) Untuk menguji dan mengetahui pengaruh langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), (5) Untuk menguji dan mengetahui pengaruh langsung kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), (6) Untuk menguji dan mengetahui pengaruh tidak langsung ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), (7) Untuk menguji dan mengetahui pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI).

## **TINJAUAN TEORETIS**

### **Teori Sinyal**

Teori sinyal merupakan suatu tindakan yang diambil oleh manajemen suatu perusahaan memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen menilai prospek perusahaan tersebut. Teori ini menunjukkan bahwa pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal, khususnya kepada investor maupun kreditur bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh dimasa mendatang. Teori sinyal menyatakan bahwa laporan keuangan dianggap relevan jika mampu memberi sesuatu yang bermanfaat bagi para pengguna dan memiliki informasi yang digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan.

Salah satu asumsi yang dibangun MM adalah bahwa investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen atas kesempatan investasi pada masa yang akan datang dan keadaan demikian disebut sebagai informasi yang simetris. Pada kenyataannya adalah bahwa manajemen mempunyai beberapa informasi yang tidak dimiliki oleh investor diluar perusahaan yang disebut sebagai informasi yang tidak simetris (Sitanggang, 2013:88). Kurangnya informasi bagi pihak luar akan menyebabkan pemberian harga yang rendah bagi perusahaan. Nilai perusahaan dapat ditingkatkan dengan mengurangi informasi asimetris, caranya dengan memberikan sinyal kepada pihak luar berupa informasi keuangan yang dapat dipercaya sehingga dapat mengurangi ketidakpastian mengenai prospek pertumbuhan perusahaan pada masa yang akan datang.

## Nilai Perusahaan

Menurut Sumanti dan Mangantar (2015), pengertian nilai perusahaan dicerminkan pada kekuatan tawar menawar saham. Apabila perusahaan diperkirakan sebagai perusahaan mempunyai prospek pada masa yang akan datang, maka nilai sahamnya menjadi tinggi. Sebaliknya, apabila perusahaan dinilai kurang memiliki prospek maka harga saham menjadi rendah. Nilai perusahaan tercermin dari harga saham yang dimiliki oleh perusahaan tersebut.

Menurut Susanti (2010) Nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu: a) PER (*price earning ratio*), yaitu rasio yang mengukur seberapa besar perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh para pemegang saham, b) Struktur kepemilikan sangat penting dalam menentukan nilai perusahaan dalam dua aspek yang perlu dipertimbangkan ialah konsentrasi kepemilikan perusahaan oleh pihak luar dan kepemilikan perusahaan oleh manajer, c) Profitabilitas, kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba yakni semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *capital gain* dan *yield* yang diharapkan investor, sehingga menjadikan nilai perusahaan menjadi lebih baik, d) Kesempatan investasi, yaitu keputusan investasi yang bertujuan untuk mencapai tujuan perusahaan yang akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. e) Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dimasa yang akan datang

## Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan diukur dengan total aktiva, *log size*, harga pasar saham, dan lain-lain. Ukuran perusahaan juga dapat diukur dengan jumlah penjualan, rata-rata penjualan, nilai pasar atas saham perusahaan tersebut dan lain-lain. Ukuran perusahaan yang besar dan terus tumbuh bisa menggambarkan tingkat profit mendatang, kemudahan pembiayaan ini bisa mempengaruhi nilai perusahaan dan menjadi informasi yang baik bagi investor (Eko *et al.*, 2014). Pada dasarnya ukuran perusahaan terbagi dalam tiga kategori yaitu perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium firm*), dan perusahaan kecil (*small firm*). Penentuan *size* ini didasarkan pada total aset perusahaan (Syahadatina dan Suwito, 2015).

## Struktur Modal

Struktur modal (*capital stuctur*) adalah perbandingan atau imbalan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dari sumber modal sendiri berasal dari modal saham, laba ditahan, dan cadangan. Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih mengalami kekurangan (*deficit*) maka perlu dipertimbangkan pendanaan perusahaan yang berasal dari luar, yaitu dari hutang (Martono dan Harjito, 2014:256).

Menurut Sitanggang (2013:73) faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain yaitu stabilitas penjualan, posisi pajak perusahaan, kemampuan membayar beban bunga, kesiapan manajemen dalam menghadapi masa depan, struktur aktiva, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, umur perusahaan dan jenis perusahaan.

## Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna untuk pembiayaan investasi dimasa yang akan datang (Martono dan Harjito, 2014:270). Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba perusahaan sebagai sumber pendanaan, akan tetapi dengan menahan laba saat ini dengan jumlah yang lebih besar juga berarti lebih sedikit uang yang akan tersedia bagi pembayaran dividen saat ini (Horne dan Wachowicz, 2013:205).

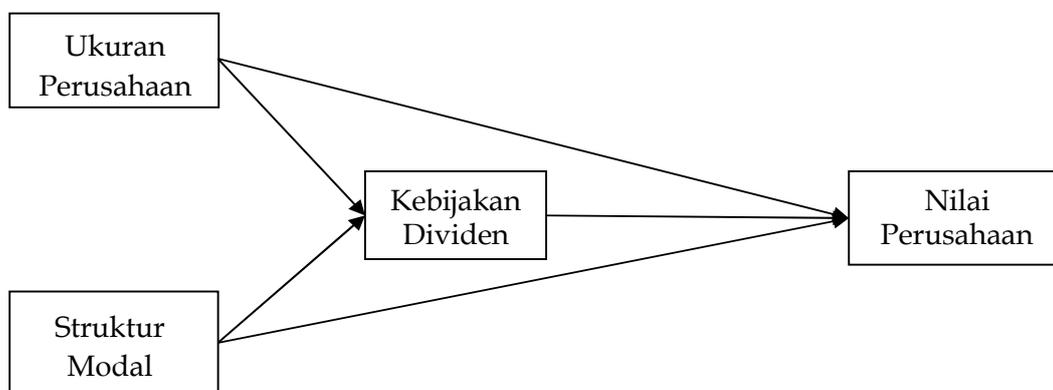
Menurut Martono dan Harjito (2014:272) terdapat beberapa faktor yang harus diperhatikan oleh perusahaan dalam membuat suatu keputusan mengenai pembagian dividen yaitu sebagai berikut: (1) Kebutuhan dana bagi perusahaan, (2) Likuiditas perusahaan, (3) Kemampuan untuk meminjam, (4) Pembatasan-pembatasan dalam perjanjian hutang, (5) Pengendalian perusahaan. Menurut Sudana (2009:220) terdapat tiga teori tentang kebijakan dividen, yang menjelaskan bagaimana pengaruh besar kecilnya *dividend payout ratio* (DPR) terhadap harga pasar saham, adapun ketiga teori tersebut adalah: (1) *Dividend Irrelevance Theory*, yaitu teori yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (MM) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi harga pasar saham perusahaan atau nilai perusahaan, (2) *Bird In-the-Hand Theory*, yaitu teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Lintner, kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap harga pasar saham, artinya, jika dividen yang dibagikan perusahaan semakin besar, maka harga pasar saham perusahaan tersebut akan semakin tinggi dan sebaliknya, hal ini terjadi karena, pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor, (3) *Tax Preference Theory*, yaitu teori yang mengemukakan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap harga pasar saham artinya, semakin besar jumlah dividen yang dibagikan suatu perusahaan maka semakin rendah harga pasar saham perusahaan. Hal ini terjadi apabila terdapat perbedaan antara tarif pajak personal atas pendapatan dividen dan *capital gain*.

**Penelitian Terdahulu**

Penelitian tentang pengaruh struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan (Pratiwi *et al.*, 2016). Pengaruh antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan (Sumanti dan Mangantar, 2015). Pengaruh profitabilitas dalam memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan (Rusdi *et al.*, 2015). Pengaruh size dan struktur modal terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh leverage (Syahadatina dan Suwitho, 2015). Pengaruh struktur modal, ukuran perusahaan, risiko perusahaan terhadap nilai perusahaan (Eko *et al.*, 2014). Pengaruh profitabilitas dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh struktur modal. (Khoirianto, 2016). Pengaruh kebijakan dividen, likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan (Dharma dan Vivi, 2016). Pengaruh stuktur modal, kebijakan dividen dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan (Prastuti dan Sudiartha, 2016). Pengaruh dari struktur modal, ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan (Manoppo dan Arie, 2016).

**Model Penelitian**

Untuk memudahkan penganalisaan pada penelitian ini, maka diperlukan rerangka konseptual atau model penelitian sebagai berikut:



**Gambar 1**  
**Model Penelitian**

## Hipotesis Penelitian

Berdasarkan rerangka konseptual diatas, maka hipotesis yang akan diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) H<sub>1</sub>: Ukuran perusahaan berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen, (2) H<sub>2</sub>: Struktur modal berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen, (3) H<sub>3</sub>: Ukuran perusahaan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, (4) H<sub>4</sub>: Struktur modal berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, (5) H<sub>5</sub>: Kebijakan dividen berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, (6) H<sub>6</sub>: Ukuran perusahaan berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan, (7) H<sub>7</sub>: Struktur modal berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan.

## METODE PENELITIAN

### Jenis Penelitian

Dalam penelitian ini menggunakan penelitian kuantitatif yaitu penelitian berupa angka-angka dan analisis menggunakan metode statistik. Penelitian ini menjelaskan bahwa hubungan antara variabel dependen yakni nilai perusahaan dan variabel independen berupa ukuran perusahaan dan struktur modal melalui variabel intervening kebijakan dividen sehingga diperoleh hubungan langsung antara variabel independen dengan dependen dan hubungan tidak langsung antara variabel independen dengan dependen melalui variabel intervening.

### Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel penelitian berdasarkan pertimbangan atau kriteria tertentu. Teknik ini dapat disimpulkan sebagai pemilihan sekelompok objek tertentu yang mempunyai hubungan dan sudah diketahui sebelumnya (Sugiyono, 2012:126). Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan-perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2012-2016, (2) Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan dan dinyatakan dalam rupiah selama periode 2012-2016, (3) Perusahaan manufaktur yang tidak mengalami kerugian selama periode 2012-2016, (4) Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen berturut-turut selama periode 2012-2016.

### Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian adalah teknik dokumenter yaitu teknik pengambilan data dengan cara mengumpulkan mencatat dan mengkaji data skunder berupa laporan keuangan dan *annual report* yang diperoleh dari Galeri Investasi Bursa Efek Indonesia (BEI) di Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya.

## Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

### Variabel Dependen

Nilai Perusahaan (PBV)

Nilai perusahaan dapat didefinisikan sebagai nilai wajar perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2016. Nilai perusahaan diprosikan *price to book value* (PBV) yang dapat diperoleh dengan membandingkan harga pasar per lembar saham dengan nilai bukunya per lembar saham.

### Variabel Independen

#### a. Ukuran Perusahaan (SIZE)

Merupakan ukuran atau besarnya aset perusahaan, dalam penelitian ini total aset digunakan untuk mengukur ukuran perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek

Indonesia (BEI) pada periode 2012-2016. Secara matematis ukuran perusahaan dihitung dengan logaritma natural ( $\ln$ ) dari total aset.

#### b. Struktur Modal

Struktur modal diukur dengan *debt to equity ratio* ( $der$ ). *Debt to equity ratio* merupakan perbandingan total hutang yang dimiliki perusahaan terhadap total ekuitas perusahaan. Dalam penelitian rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa jauh modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2012-2016 dibiayai oleh hutang.

#### Variabel Intervening

##### Kebijakan Dividen

Merupakan laba yang dibagikan perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2016 kepada para pemegang saham atas saham yang dimilikinya. Kebijakan dividen diprosikan dengan *dividend payout ratio* yang diperoleh dengan membagi dividen per lembar dengan laba bersih per lembar saham

#### Teknik Analisis Data

##### Uji Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif merupakan analisis data yang dilakukan untuk mengetahui dan menjelaskan variabel yang diteliti berupa angka-angka sebagai dasar untuk berbagai pengambilan keputusan. Dalam hal ini tujuan analisis deskriptif dari penelitian ini adalah untuk menjelaskan bahwa variabel nilai perusahaan, kebijakan dividen, ukuran perusahaan dan struktur modal dengan analisis statistik deskriptif berupa rata-rata (*mean*), nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi.

##### Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Metode statistik yang ditetapkan dalam penelitian ini adalah analisis jalur. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi untuk mengetahui hubungan kausalitas antar variabel yang telah ditetapkan (Ghozali, 2016:237). Suatu variabel disebut mediator jika variabel tersebut ikut mempengaruhi hubungan antara variabel *independen* dan variabel *dependen*. Untuk menguji pengaruh intervening digunakan metode analisis jalur (*Path Analysis*). Koefisien pengaruh variabel lain dapat ditentukan dengan cara  $\sqrt{1 - R^2}$  (Suliyanto, 2011:250).

##### Uji Asumsi Klasik

###### Uji Normalitas

Uji normalitas data bertujuan untuk apakah distribusi sebuah data mengikuti atau mendekati distribusi normal (Ghozali, 2016:154). Data yang baik adalah data yang mempunyai pola seperti distribusi normal (tidak menceng ke kiri atau ke kanan). Cara untuk mendeteksinya yaitu dengan uji analisis grafik dan uji statistik. Uji normalitas dapat dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Nilai residual terstandarisasi berdistribusi normal jika nilai signifikan lebih besar dari alpha (Priyatno, 2012:144).

###### Uji Multikolinearitas

Menurut Ghozali (2016:103) uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi memiliki korelasi antar variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel ini tidak orthogonal, yaitu variabel yang nilai korelasi antar semua variabel bebas sama dengan nol. Korelasi antar variabel bebas dapat dideteksi dengan menggunakan nilai *tolerance* (*TOL*) dan *variance inflation faktor* (*VIF*) yaitu dengan kriteria: (1) Mempunyai angka *tolerance* mendekati 1, (2) Mempunyai nilai *VIF* lebih kecil dari 10.

### Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas (Ghozali, 2016:134). Jika ada pola tertentu dan titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y, maka tidak terjadi heterokedastisitas.

### Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 sebelumnya. Model regresi yang baik tidak menunjukkan adanya autokorelasi. Pendeteksian ada tidaknya autokorelasi dilakukan dengan melihat nilai *durbin-watson* (Ghozali, 2016:107). Dasar pengambilan keputusan, yaitu angka D-W di antara -2 sampai +2 berarti tidak terjadi autokorelasi.

### Uji Kelayakan Model

Uji F Statistik pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model regresi mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat (Ghozali, 2016:171). Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah model regresi dapat digunakan untuk mempengaruhi variabel dependen secara simultan atau tidak, dengan pengujian menggunakan tingkat signifikan  $\alpha=0,05$ . Adapun kriteria pengujianya sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikan  $< 0,05$  artinya terdapat pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara bersama-sama dan layak dipergunakan analisis berikutnya, (2) Jika nilai signifikan  $> 0,05$  artinya tidak terdapat pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara bersama-sama dan tidak layak dipergunakan analisis berikutnya.

### Uji Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel terikat. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai  $R^2$  yang mendekati 1, maka dapat dikatakan semakin kuat kemampuan variabel bebas dalam model regresi tersebut dalam menerangkan variasi variabel terkait. Sebaliknya jika  $R^2$  mendekati 0, maka semakin lemah variabel bebas dalam menerangkan variasi variabel terkaitnya (Ghozali, 2016:95).

### Uji Hipotesis

Dalam pengujian jalur dilakukan peneliti untuk dapat mengetahui pengaruh secara langsung dan tidak langsung antara masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat. Pengujian hubungan tersebut dapat dilakukan dengan uji parsial (uji t). Uji t bertujuan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat secara parsial dalam menerangkan variabel terikat (Ghozali, 2016:97). Cara melakukan uji t adalah sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikan  $< 0,05$  artinya terdapat pengaruh parsial antar variabel bebas terhadap variabel terikat, (2) Jika nilai signifikan  $> 0,05$  artinya tidak terdapat pengaruh parsial antar variabel bebas terhadap variabel terikat.

Hipotesis yang menyatakan variabel intervening memediasi pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat diterima jika setiap jalur dalam pengaruh tidak langsung adalah signifikan secara statistik. Jika variabel intervening tersebut diterima sebagai mediasi, maka perlu dilakukan perhitungan total pengaruhnya yang merupakan penjumlahan antara pengaruh langsung dengan pengaruh tidak langsung dimana pengaruh tidak langsung diperoleh dari mengkalikan koefisien jalur yang dilalui jalur dalam model.

**ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

**Gambaran Umum Perusahaan**

Perusahaan yang menjadi sampel pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2012-2016. Sampel penelitian dipilih berdasarkan kriteria-kriteria yang telah ditentukan sebelumnya, sehingga sampel yang digunakan sebanyak 16 sampel dari 144 perusahaan manufaktur selama periode 5 tahun.

**Uji Statistik Deskriptif**

Tabel 2 menunjukkan statistik deksriptif masing-masing variabel penelitian, yaitu SIZE, DER, DPR, dan PBV.

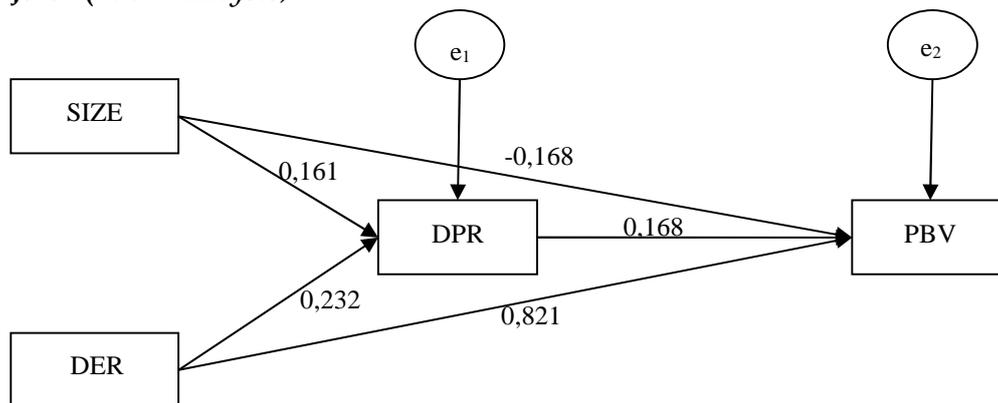
**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif Variabel Penelitian**

	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
SIZE	80	26,34	33,20	29,8758	1,79351
DER	80	0,15	3,03	0,7321	0,61550
DPR	80	0,13	1,42	0,5429	0,26459
PBV	80	0,70	62,93	9,4197	14,24641
Valid N (listwise)	80				

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2017

Berdasarkan Tabel 2 tersebut, jumlah pengamatan yang diteliti sebanyak 80 pengamatan. Hasil perhitungan statistik deskriptif variabel-variabel penelitian yang ditunjukkan Tabel 2 dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) Variabel Ukuran Perusahaan (SIZE) memiliki nilai minimum 26,34 dan nilai maksimum sebesar 33,20. *Mean* atau rata-rata dari variabel tersebut sebesar 29,8758 dan standar deviasinya sebesar 1,79351, (2) Variabel Struktur Modal (DER) memiliki nilai minimum 0,15 dan nilai maksimum sebesar 3,03. *Mean* atau rata-rata dari variabel tersebut sebesar 0,7321, dan standar deviasinya sebesar 0,61550, (3) Variabel Kebijakan Dividen (DPR) memiliki nilai minimum 0,13 dan nilai maksimum sebesar 1,42. *Mean* atau rata-rata dari variabel tersebut sebesar 0,5429 dan standar deviasinya sebesar 0,26459, (4) Variabel Nilai Perusahaan (PBV) memiliki nilai minimum 0,70 dan nilai maksimum sebesar 62,93. *Mean* atau rata-rata dari variabel tersebut sebesar 9,4197 dan standar deviasinya sebesar 14,24641.

**Analisis Jalur (Path Analysis)**



Sumber: Data sekunder diolah, 2017

**Gambar 2**  
**Hasil Analisis Diagram Jalur**

Gambar 2 menunjukkan besaran nilai koefisien jalur pada masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Besarnya pengaruh variabel lain terhadap *dividend payout ratio* (DPR) diperoleh dari  $\sqrt{1 - 0,087} = 0,956$  besarnya pengaruh variabel lain terhadap variabel *price to book value* (PBV) diperoleh dari  $\sqrt{1 - 0,761} = 0,489$ . Sehingga dapat disusun substruktur model untuk diagram jalur dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Model 1: DPR} = 0,161 \text{ SIZE} + 0,232 \text{ DER} + 0,956$$

$$\text{Model 2: PBV} = -0,168 \text{ SIZE} + 0,821 \text{ DER} + 0,168 \text{ DPR} + 0,489$$

Pada persamaan model 1 dan model 2, analisis *standardized coefficient* untuk masing-masing model dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Pada model 1, nilai *standardized coefficient* untuk variabel SIZE positif yaitu sebesar 0,161 menunjukkan adanya hubungan yang searah. Jika SIZE meningkat maka DPR akan meningkat, dengan asumsi variabel lain konstan. Pada nilai *standardized coefficient* untuk variabel DER positif yaitu sebesar 0,232 menunjukkan adanya hubungan yang searah. Jika DER meningkat maka DPR akan meningkat, dengan asumsi variabel lain konstan.
2. Pada model 2, Pada nilai *standardized coefficient* untuk variabel SIZE negatif yaitu sebesar -0,168 menunjukkan adanya hubungan yang berlawanan. Jika SIZE meningkat maka PBV akan menurun dengan asumsi variabel lain konstan. Pada nilai *standardized coefficient* untuk variabel DER positif yaitu sebesar 0,821 menunjukkan adanya hubungan yang searah. Jika DER meningkat maka PBV akan meningkat, dengan asumsi variabel lain konstan. Pada nilai *standardized coefficient* untuk variabel DPR positif yaitu sebesar 0,168 menunjukkan adanya hubungan yang searah. Jika DPR meningkat maka PBV akan meningkat, dengan asumsi variabel lain konstan.

### Uji Asumsi Klasik

#### Normalitas

Uji normalitas data bertujuan untuk apakah distribusi sebuah data mengikuti atau mendekati distribusi normal (Ghozali, 2016:154). Uji normalitas dapat dilakukan dengan menggunakan uji *Kolmogrov-Smirnov* serta melihat persebaran data atau titik pada sumbu diagonal dari grafik pengajuan normalitas.

- a. Nilai residual terstandarisasi berdistribusi normal jika nilai signifikan lebih besar dari alpha (Priyatno, 2012:144). Hasil uji normalitas dengan uji *Kolmogrov-Smirnov* dapat disajikan pada Tabel 3 sebagai berikut:

Tabel 3  
Hasil Uji Asumsi Normalitas dengan Kolmogorov-Smirnov

<i>Standardized Residual</i>	N	<i>Kolmogorov Smirnov</i>	<i>Asmp. Sig (2-tailed)</i>	Putusan
Model 1	80	0,089	0,186	Normal
Model 2	80	0,067	0,200	Normal

Sumber: Data Skunder Diolah, 2017

Berdasarkan Tabel 3, model 1 memiliki nilai *asympt. Sig.* 0,186 lebih besar dari alpha 0,05 sehingga memenuhi asumsi normalitas. Model 2 memiliki nilai *asympt. Sig.* 0,200 lebih besar dari alpha 0,05 sehingga memenuhi asumsi normalitas. Model 1 dan Model 2 telah memenuhi asumsi normalitas dan layak untuk dilakukan uji asumsi klasik lainnya.

#### Multikolinieritas

Menurut Ghozali (2016:103) uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi memiliki korelasi antar variabel bebas. Korelasi antar variabel bebas dapat dideteksi dengan menggunakan nilai *tolerance (TOL)* dan *variance inflation faktor (VIF)*. Tidak terjadi multikolinieritas jika nilai *tolerance (TOL)*  $\geq 0,1$  dan *variance inflation faktor (VIF)*  $\leq 10$ .

Berdasarkan hasil SPSS 24 diperoleh uji multikolinieritas model regresi 1 yang tersaji pada Tabel 4 sebagai berikut:

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Multikolinieritas Model 1**

Dependen	Independen	Tolerance	VIF	Putusan
DPR	SIZE	0,991	1,009	Tidak terjadi Multikolinieritas
DPR	DER	0,991	1,009	Tidak terjadi Multikolinieritas

Sumber: Data Skunder Diolah, 2017

Tabel 4 menunjukkan pada model regresi 1 tidak terdapat gejala multikolinieritas, nilai tolerance pada variabel SIZE dan DER sebesar  $0,991 \geq 0,1$  dan *variance inflation faktor (VIF)* sebesar  $1,009 \leq 10$ . Pada model regresi 2 dilakukan pengujian gejala multikolinieritas yang tersaji dalam Tabel 5 sebagai berikut:

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Multikolinieritas Model 2**

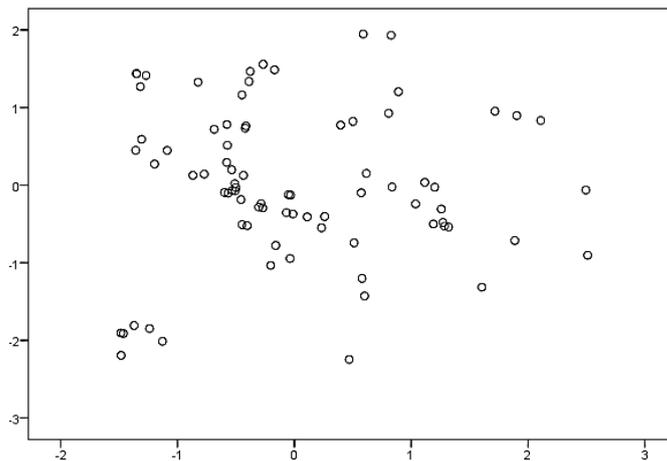
Dependen	Independen	Tolerance	VIF	Putusan
PBV	SIZE	0,963	1,038	Tidak terjadi Multikolinieritas
PBV	DER	0,936	1,068	Tidak terjadi Multikolinieritas
PBV	DPR	0,913	1,095	Tidak terjadi Multikolinieritas

Sumber: Data Skunder Diolah, 2017

Tabel 5 menunjukkan pada model regresi 2 tidak terdapat gejala multikolinieritas, nilai tolerance pada variabel SIZE, DER dan DPR  $\geq 0,1$  dan *variance inflation faktor (VIF)* sebesar  $\leq 10$ . Pada model regresi 1 dan model regresi 2 menunjukkan tidak adanya gejala multikolinieritas.

**Heteroskedastisitas**

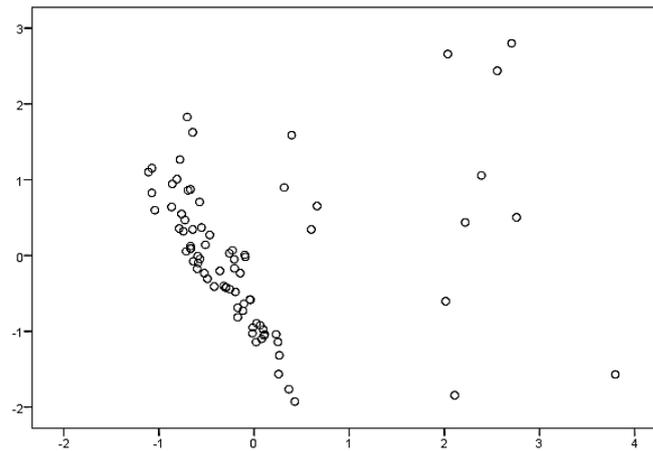
Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas (Ghozali, 2016:134). Untuk mendeteksi adanya masalah heteroskedastisitas dapat digunakan grafik *scatterplot*. Hasil Uji heteroskedastisitas dengan metode grafik *scatterplot* untuk model pertama disajikan pada gambar 3 sebagai berikut:



Sumber: Data sekunder diolah, 2017

**Gambar 3**  
**Grafik Uji Asumsi Heteroskedastisitas Model 1**

Gambar 3 menunjukkan bahwa titik-titik yang menyebar secara acak dan tidak membentuk pola tertentu, tersebar diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y pada model 1 tidak terjadi gangguan heteroskedastisitas. Hasil Uji heteroskedastisitas dengan metode grafik *scatterplot* untuk model kedua disajikan pada gambar 4.



Sumber: Data sekunder diolah, 2017

Gambar 4

Grafik Uji Asumsi Heteroskedastisitas Model 2

Gambar 4 menunjukkan bahwa titik-titik yang menyebar secara acak dan tidak membentuk pola tertentu, tersebar diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y pada model 2 tidak terjadi gangguan heteroskedastisitas. Pada model regresi model 1 dan model 2 tidak terdapat gejala heteroskedastisitas.

### Uji Autokorelasi

Model regresi yang baik tidak menunjukkan adanya autokorelasi. Pendeteksian ada tidaknya autokorelasi dilakukan dengan melihat nilai *durbin-watson* (Ghozali, 2016:107). Tidak terjadi gejala autokorelasi jika nilai *durbin-watson* terletak antara -2 sampai +2. Hasil pengujian asumsi autokorelasi untuk model regresi 1 dan model regresi 2 disajikan dalam Tabel 6 sebagai berikut:

Tabel 6

Hasil Uji Asumsi Autokorelasi

Model Regresi	<i>Durbin-Watson</i>	Putusan
1	1,058	Bebas Autokorelasi
2	0,503	Bebas Autokorelasi

Sumber: Data Skunder Diolah, 2017

Pada model regresi 1 dan 2 tidak terjadi masalah autokorelasi, dengan nilai *durbin-watson* berturut-turut model regresi 1 dan 2 sebesar 1,058 dan 0,503 yang mana terdapat diantara -2 sampai +2.

### Uji Kelayakan Model

Uji F Statistik pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model regresi mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat (Ghozali, 2016:171). Pengujian ini menggunakan tingkat signifikan  $\alpha=0,05$ . Jika nilai signifikan kurang dari 0,05 maka variabel bebas mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Hasil uji kelayakan model pada model regresi 1 dan 2 disajikan dalam Tabel 7 sebagai berikut:

Tabel 7  
Hasil Uji F

Model Regresi	ANOVA		Putusan
	<i>F hitung</i>	<i>Sig.</i>	
1	3,672	0,030	Model Layak
2	80,724	0,000	Model Layak

Sumber: Data Skunder Diolah, 2017

Pada model regresi 1 dan 2 dapat dikatakan telah layak untuk bahan penelitian karena memiliki nilai signifikansi  $\leq 0,05$ , sehingga variabel bebas mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat pada masing-masing model.

**Koefisien Determinasi Berganda**

Nilai  $R^2$  yang mendekati 1, maka dapat dikatakan semakin kuat kemampuan variabel bebas dalam model regresi tersebut dalam menerangkan variasi variabel terkait. Sebaliknya jika  $R^2$  mendekati 0, maka semakin lemah variabel bebas dalam menerangkan variasi variabel terkaitnya (Ghozali, 2016:95). Hasil uji koefisien determinasi pada model regresi 1 dan 2 disajikan dalam Tabel 8 sebagai berikut:

Tabel 8  
Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model Regresi	Variabel Bebas	Variabel Terikat	R Square
1	SIZE dan DER	DPR	0,087
2	SIZE, DER dan DPR	PBV	0,761

Sumber: Data Skunder Diolah, 2017

Pada model regresi 1 memiliki koefisien determinasi sebesar 0,087 atau 8,7% yang menunjukkan adanya kontribusi dari variabel ukuran perusahaan dan struktur modal terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur dan sisanya 91,3% dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar model. Pada model regresi 2 memiliki koefisien determinasi sebesar 0,761 atau 76,1% yang menunjukkan adanya kontribusi dari variabel ukuran perusahaan, struktur modal, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur dan sisanya 23,9% dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar model.

**Uji Hipotesis Penelitian**

Uji t menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen. Dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,05 sehingga, dapat disimpulkan bahwa variabel independen mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Hasil pengujian statistik terlihat pada Tabel 9 sebagai berikut:

Tabel 9  
Hasil Pengujian Koefisien Jalur

Hubungan Variabel	Standardized Coefficient	sig. value	Putusan
SIZE→DPR	0,161	0,144	Tidak Signifikan
DER→DPR	0,232	0,037	Signifikan
SIZE→PBV	-0,168	0,004	Signifikan
DER→PBV	0,821	0,000	Signifikan
DPR→PBV	0,168	0,005	Signifikan

Sumber: Data Skunder Diolah, 2017

Hasil pengujian hipotesis penelitian berdasarkan uji koefisien jalur pada Tabel 9 maka, dapat dijelaskan hasilnya sebagai berikut: (1) Hasil perhitungan pengaruh langsung SIZE terhadap DPR pada Tabel 9 menunjukkan bahwa nilai koefisien (*standardized coefficient*) positif sebesar 0,161 dan *sig. value* sebesar 0,144 yang berarti lebih besar dari 0,05 maka, ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen terbukti tidak signifikan dengan  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak. Hasil ini tidak mendukung  $H_1$  yang diajukan bahwa, ukuran perusahaan berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen. (2) Hasil perhitungan pengaruh langsung DER terhadap DPR pada Tabel 9 menunjukkan bahwa nilai koefisien (*standardized coefficient*) positif sebesar 0,232 dan *sig. value* sebesar 0,037 yang berarti lebih kecil dari 0,05 maka, struktur modal terhadap kebijakan dividen terbukti signifikan dengan  $H_0$  ditolak dan  $H_2$  diterima. Hasil ini mendukung  $H_2$  yang diajukan bahwa, struktur modal berpengaruh langsung

terhadap kebijakan dividen dengan arah pengaruh positif. (3) Hasil perhitungan pengaruh langsung SIZE terhadap PBV pada Tabel 9 menunjukkan bahwa nilai koefisien (*standardized coefficient*) negatif sebesar -0,168 dan *sig. value* sebesar 0,004 yang berarti lebih kecil dari 0,05 maka, ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan terbukti signifikan dengan  $H_0$  ditolak dan  $H_3$  diterima. Hasil ini mendukung  $H_3$  yang diajukan bahwa, ukuran perusahaan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan dengan arah pengaruh negatif. (4) Hasil perhitungan pengaruh langsung DER terhadap PBV pada Tabel 9 menunjukkan bahwa nilai koefisien (*standardized coefficient*) positif sebesar 0,821 dan *sig. value* sebesar 0,000 yang berarti lebih kecil dari 0,05 maka, struktur modal terhadap nilai perusahaan terbukti signifikan dengan  $H_0$  ditolak dan  $H_4$  diterima. Hasil ini mendukung  $H_4$  yang diajukan bahwa, struktur modal berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan dengan arah pengaruh positif. (5) Hasil perhitungan pengaruh langsung DPR terhadap PBV pada Tabel 9 menunjukkan bahwa nilai koefisien (*standardized coefficient*) positif sebesar 0,168 dan *sig. value* sebesar 0,005 yang berarti lebih kecil dari 0,05 maka, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan terbukti signifikan dengan  $H_0$  ditolak dan  $H_5$  diterima. Hasil ini mendukung  $H_5$  yang diajukan bahwa, kebijakan dividen berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan dengan arah pengaruh positif. (6) Hasil perhitungan pengaruh SIZE terhadap DPR dan pengaruh DPR terhadap PBV pada Tabel 9 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sehingga  $H_0$  diterima dan  $H_6$  ditolak. Ukuran Perusahaan memiliki pengaruh secara langsung terhadap Nilai Perusahaan yaitu sebesar -0,168. Hasil ini tidak mendukung  $H_6$  yang diajukan dimana kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

**Tabel 10**  
**Hasil Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung SIZE terhadap PBV**

Pengaruh	Perhitungan	Hasil
Langsung	-	-0.168
Tidak Langsung	Tidak Terbukti	-
Total Pengaruh		-0.168

Sumber: Data Skunder Diolah, 2017

(7) Hasil perhitungan pengaruh DER terhadap DPR dan pengaruh DPR terhadap PBV pada Tabel 9 menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_7$  diterima. Hasil ini mendukung  $H_7$  yang diajukan dimana kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

**Tabel 11**  
**Hasil Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung DER Terhadap PBV**

Pengaruh	Perhitungan	Hasil
Langsung	-	0.821
Tidak Langsung	$0,232 \times 0,168$	0.039
Total Pengaruh		0.860

Sumber: Data Skunder Diolah, 2017

Tabel 11 menunjukkan bahwa nilai hasil pengaruh tidak langsung lebih kecil dari nilai pengaruh langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan sebesar 0,821. Total pengaruh tidak langsung dan pengaruh langsung sebesar 0,860. Hasil ini menunjukkan bahwa hubungan sebenarnya adalah pengaruh langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan, besarnya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan lebih besar dari pada pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan dividen.

## **Pembahasan**

### **Pengaruh Langsung Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen**

Variabel ukuran perusahaan terbukti tidak signifikan dengan arah koefisien bernilai positif terhadap variabel kebijakan dividen, karena tinggi rendahnya dividen yang dibagikan perusahaan manufaktur tidak dilihat dari besar kecilnya aset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang mempunyai peluang investasi yang baik akan lebih memilih menahan labanya pada investasi yang lebih menguntungkan atau sebagai sumber dana dalam membiayai perusahaan. Dalam keadaan perekonomian yang belum begitu stabil, sehingga pengelolaan dana yang dilakukan oleh perusahaan dalam menjalankan usahanya belum efektif. Laba yang dihasilkan tidak maksimal yang membuat perusahaan besar maupun perusahaan kecil akan lebih berfokus pada pertumbuhan perusahaannya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Laim *et al.* (2015) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Setiap perusahaan yang baik kecil maupun perusahaan besar akan lebih berorientasi pada pengembangan usaha (ekspansi) guna memperluas pasar.

### **Pengaruh Langsung Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen**

Variabel struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap variabel kebijakan dividen. Adanya pengaruh positif yang signifikan menunjukkan bahwa kenaikan hutang yang digunakan oleh perusahaan manufaktur dapat meningkatkan kemampuan perusahaan membayar dividen selama penggunaan hutang harus selalu diiringi dengan peningkatan penjualan sehingga laba yang dihasilkan perusahaan juga meningkat dan perusahaan dapat membayar dividen yang tinggi kepada para pemegang saham. Apabila manajemen memiliki informasi yang akan menguntungkan perusahaan dikemudian hari dan untuk itu dibutuhkan tambahan modal, maka manajemen akan cenderung membiayai perusahaan dengan hutang dimana manajemen mempunyai keyakinan untuk memperoleh laba yang lebih besar dimasa yang akan datang, maka kelebihan keuntungan tersebut akan dinikmati oleh pemegang saham lama yang akan meningkatkan kesejahteraannya (Sitanggang, 2013:89). Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Ulfa dan Yuniati (2016) dan Agustina dan Andayani (2016) yang menunjukkan hasil bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan besarnya hutang maka akan menambah jumlah modal perusahaan, dengan modal yang besar akan membuat perusahaan lebih leluasa menempatkan dananya kedalam proyek investasi yang menguntungkan sehingga dengan modal yang besar maka kemungkinan untuk memperoleh keuntungan juga besar sehingga perusahaan dapat membagikan dividen yang besar pula.

### **Pengaruh Langsung Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan**

Variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap variabel nilai perusahaan. Tanda koefisien negatif menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan dan nilai perusahaan memiliki hubungan yang tidak searah dimana jika perusahaan memiliki total aset yang besar maka membuat pihak manajemen lebih leluasa dalam menggunakan aset yang ada. Kebebasan oleh pihak manajemen ini tidak sebanding dengan keawatiran yang dilalui oleh para pemilik atas asetnya. Jumlah aset yang besar akan menurunkan nilai perusahaan jika dilihat dari sisi pemilik perusahaan. Perusahaan yang besar tidak mampu memanfaatkan asetnya secara efektif sehingga menimbulkan penimbunan aset dikarenakan perputaran yang semakin lama. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Firmansah dan Suwitho (2017), Prastuti dan Sudhiarta (2016) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Langsung Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan**

Variabel struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap variabel nilai perusahaan. Adanya pengaruh positif yang signifikan struktur modal terhadap nilai perusahaan ini karena perusahaan manufaktur menggunakan hutang sebagai mengendalikan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, sehingga terhindar dari investasi yang sia-sia, dan akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan rasio hutang merupakan sinyal positif bagi investor dengan asumsi bahwa *cash flow* perusahaan dimasa yang akan datang akan terjaga dan menunjukkan optimisme dari manajemen dalam melakukan investasi. *Trade Off Theory* menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap pertambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Prastuti dan Sudhiarta (2016), Manoppo dan Arie (2016), Pratiwi *et al.* (2016) yang menyatakan bahwa struktur modal (hutang) yang semakin meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya penghematan pajak dari penggunaan hutang.

### **Pengaruh Langsung Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan**

Variabel kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap variabel nilai perusahaan Tanda koefisien positif menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen dan nilai perusahaan memiliki hubungan yang searah dimana jika dividen yang dibayarkan tinggi maka harga saham akan tinggi sehingga berpengaruh terhadap tingginya nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan teori *Bird In-The Hand Theory*, pembayaran dividen akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Peningkatan pembayaran dividen akan diikuti dengan meningkatnya harga saham, sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Teori sinyal juga mendukung penelitian ini yang menyatakan bahwa pembayaran dividen digunakan sebagai suatu sinyal yang diberikan manajemen perusahaan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang bagus dimasa mendatang sehingga dapat mengajak investor untuk memiliki saham tersebut dan nilai perusahaan akan meningkat. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang telah dilakukan oleh Dharma dan Vivi (2016), Prastuti dan Sudiarta (2016) yang menunjukkan hasil bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Tidak Langsung Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara langsung ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan secara tidak langsung ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, karena ukuran perusahaan terbukti tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan dalam perekonomian yang mulai membaik, baik pada perusahaan kecil ataupun perusahaan besar akan lebih berfokus pada pengembangan usaha untuk memperluas pasar. Hasil penelitian ini mendukung Laim *et al.* (2015) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Tidak Langsung Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen dan terdapat pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, sehingga semua jalur yang menghubungkan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen adalah signifikan. Dengan demikian variabel kebijakan dividen mampu memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Besarnya pengaruh secara langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan lebih besar

dibandingkan dengan pengaruh tidak langsung dari struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan sebenarnya adalah pengaruh langsung.

Hasil penelitian ini mendukung hasil Ikbal *et al.* (2011), Mardasari (2014) menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*. Sumber pendanaan eksternal umumnya dipilih perusahaan berkaitan dengan minimnya risiko dan biaya modal adalah dengan hutang. Sehingga dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan. Ketika perusahaan memperoleh laba yang besar maka akan mampu membagikan dividen yang besar, sehingga menarik investor untuk berinvestasi. Dividen yang besar akan memberikan isyarat kepada investor tentang masa depan perusahaan yang menjanjikan maka hal ini akan dapat meningkatkan harga saham dan meningkatkan nilai perusahaan.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut: (1) Ukuran perusahaan berpengaruh langsung positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, (2) Struktur modal berpengaruh langsung positif signifikan terhadap kebijakan dividen, (3) Ukuran perusahaan berpengaruh langsung negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, (4) Struktur modal berpengaruh langsung positif signifikan terhadap nilai perusahaan, (5) Kebijakan dividen berpengaruh langsung positif signifikan terhadap nilai perusahaan, (6) Secara tidak langsung, ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian kebijakan dividen tidak dapat menjadi variabel *intervening* bagi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, (7) Secara tidak langsung struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dan kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian kebijakan dividen dapat menjadi variabel *intervening* bagi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

### Saran

Berdasarkan simpulan yang ada maka penulis dapat memberikan saran-saran sebagai berikut: (1) Bagi pihak perusahaan, sebaiknya meningkatkan nilai perusahaan dengan memperhatikan ukuran perusahaan, struktur modal dan kebijakan dividen yang telah terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang baik menunjukkan tingkat kesehatan keuangan perusahaan yang baik dan membuat nilai perusahaan akan meningkat sehingga investor akan tertarik menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut, (2) Bagi investor, dalam memberikan penilaian terhadap suatu perusahaan sebaiknya mempertimbangkan faktor ukuran perusahaan, struktur modal dan kebijakan dividen serta faktor yang lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Investor sebaiknya memilih saham yang memiliki *debt to equity ratio (DER)* yang tinggi dan pembayaran dividen yang tinggi agar nilai saham yang dimiliki berpotensi mengalami kenaikan dan saham tersebut memiliki prospek yang lebih baik dimasa yang akan datang, (3) Bagi peneliti selanjutnya, sebaiknya menambah atau menggunakan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan memperluas sampel perusahaan yang mencakup semua jenis perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

**DAFTAR PUSTAKA**

- Agustina, L. dan Andayani. 2016. Pengaruh Kinerja Keuangan, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu dan Riset Akutansi* 5(10): 1-23.
- Dharma, A. N. dan P. Vivi. 2016. Pengaruh Kebijakan Dividen, Likuiditas, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Unud* 5(7): 4044-4069.
- Eko, T., P. T. Ivone, dan S. Saerang. 2014. Struktur Modal, Ukuran Perusahaan dan Risiko Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar di BEI. *Jurnal EMBA* 2(2): 879-889.
- Firmansah, A. dan Suwitho. 2017. Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen* 6(1): 1-18.
- Ghozali, I. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Edisi Kedelapan. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Horne, J. C. V. dan J. M. Wachowich. 2013. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Edisi 13. Salemba Empat. Jakarta.
- Ikbal, M., Sutrisno, dan A. Djamhuri. 2014. Pengaruh Profitabilitass dan Kepemilikan Insider Terhadap Nilai Perusahaan dan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening. *Jurnal SNA* 14(14): 1-36.
- Khoiriyanto, R. 2016. Pengaruh Profitabilitas dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Intervening. *Jurnal Ilmiah Ilmu-ilmu Ekonomi* 9(1):1-14.
- Laim, W., S. C. Nangoy, dan S. Murni. 2015. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan yang Terdaftar di Indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA*. 3(1): 1129-1140.
- Manopo, H. dan F. V. Arie. 2016. Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014. *Jurnal EMBA* 4(2): 485-497.
- Mardasari, R. B. 2014. Pengaruh *Insider Ownership*, Kebijakan Hutang dan *Free Cash Flow* Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Manajemen* 2(4): 1807-1820.
- Martono dan A. Harjito. 2014. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedua. EKONISIA. Yogyakarta.
- Musthafa. 2017. *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. ANDI OFFSET. Yogyakarta.
- Prastuti, N. K. R. dan I. G. M. Sudiartha. 2016. Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividend an Ukuran Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Unud* 5(3): 1572-1598.
- Pratiwi, N. P. Y., F. Yudiantmaja, dan I. W. Suwendra. 2016. Pengaruh Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Journal Bisma Universitas Pendidikan Ganesha* 4: 1-9.
- Priyatno, D. 2012. *Cara Kilat Belajar Analisis Data dengan SPSS 20*. ANDI OFFSET. Yogyakarta.
- Rusdi, R., I. G. B. Wiksuana, dan L. G. S. Artini. 2015. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana* 4(10): 665-682.
- Sitanggang, J. P. 2013. *Manajemen Keuangan Perusahaan Lanjutan*. Edisi Pertama. Mitra Wacana Media. Jakarta.
- Sudana, I. M. 2009. *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik*. Edisi Pertama. AUP. Surabaya.
- Sugiyono, 2012. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan Kombinasi (Mixed Methods)*. Cetakan Kedua. Alfabeta. Bandung.
- Sulianto. 2011. *Ekonometrika Terapan – Teori dan Aplikasi denggan SPSS*. Edisi Pertama. ANDI OFFSET. Yogyakarta.

- Sumanti, J. C. dan M. Mangantar. 2015. Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividend an Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI. *Jurnal EMBA* 3(1): 1141-1151.
- Susanti, R. 2010. Analisa Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi. Program S1 Manajemen Universitas Diponegoro. Semarang.*
- Syahadatina, F. dan Suwitho. 2015. Pengaruh Size dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh *Leverage*. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen* 4(8): 1-16.
- Ulfa, L. M. dan T. Yuniati. 2016. Pengaruh Kinerja Keuangan, *Asset Growth* dan *Firm Size* Terhadap *Dividend Payout Ratio*. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen* 5(5): 1-16.