

TUGAS AKHIR PROGRAM MAGISTER (TAPM)

**PENGARUH STRUKTUR MODAL, KEBIJAKAN DIVIDEN,
PERTUMBUHAN, DAN *FREE CASH FLOW* TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN YANG TERCATAT DALAM LQ45 DI
BURSA EFEK INDONESIA**



**TAPM Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh
Gelar Magister Manajemen**

Disusun Oleh:

**Heronimus Edi Susanto
NIM. 500643873**

**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS TERBUKA
JAKARTA**

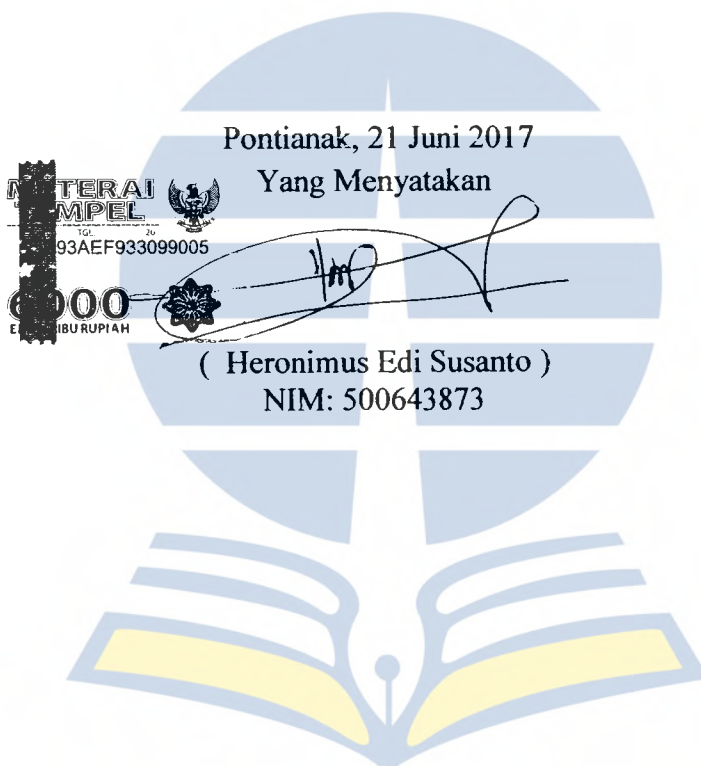
2017

LEMBAR PERNYATAAN BEBAS PLAGIASI

**UNIVERSITAS TERBUKA
PROGRAM PASCA SARJANA
MAGISTER MANAJEMEN KEUANGAN****PERNYATAAN**

TAPM yang berjudul Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan, dan *Free Cash Flow* terhadap nilai perusahaan yang tercatat dalam LQ45 di Bursa Efek Indonesia adalah hasil karya saya sendiri, dan seluruh sumber yang dikutip maupun dirujuk telah saya nyatakan dengan benar.

Apabila di kemudian hari ternyata ditemukan adanya penjiplakan (plagiat), maka saya bersedia menerima sanksi akademik.



ABSTRACT**EFFECT OF CAPITAL STRUCTURE, DIVIDEND POLICY, GROWTH
AND FREE CASH FLOW ON COMPANY VALUES REGARDLED IN
LQ45 IN INDONESIA STOCK EXCHANGE**

Heronimus Edi susanto
editoe2@gmail.com

Graduate studies program
Indonesia open University

This *study aimed to determine the effect of* capital structure, dividend policy, corporate growth and free cash flow on company value. Corporate value is very important because with high corporate value will be followed by high shareholder wealth.

This research is a quantitative research research to answer four main hypothesis. This research is a field experiment research and conducted to answer two main hypothesis: (1) capital structure have positive effect to firm value, (2) dividend policy have positive effect to firm value, (3) company growth have positive effect to company value, 4) free cash flow affect the value of the company.

The population in this study is data on the company listed in LQ45 in Indonesia stock exchange period 2011 to 2015, with multiple regression model. Total samples tested were 40 companies selected by random sampling method. Analytical techniques used in this study are multiple linear regression and analysis of gres hirarkidengan using SPSS program 16.

The results of this study indicate that the capital structure and dividend policy have a positive effect on firm value. The results of this study also shows that free cash flow has a positive direction and significant effect on company value.

Keywords: company value, capital structure, dividend policy, free cash flow.



ABSTRAK

PENGARUH STRUKTUR MODAL, KEBIJAKAN DIVIDEN, PERTUMBUHAN DAN *FREE CASH FLOW* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN YANG TERCATAT DALAM LQ45 DI BURSA EFEK INDONESIA

Heronimus Edi susanto
editoe2@gmail.com

Program Pasca Sarjana
 Universitas Terbuka

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan di ikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham.

Penelitian ini adalah penelitian penelitian kuantitatif untuk menjawab empat hipotesis utama. Penelitian ini adalah penelitian eksperimen lapangan dan dilakukan untuk menjawab dua hipotesis utama, yaitu: (1) Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (2) Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (3) Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (4) *free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Populasi dalam penelitian ini adalah data pada perusahaan yang tercatat dalam LQ45 di bursa efek indonesia periode tahun 2011 sampai dengan tahun 2015, dengan model regresi linier berganda (*multiple regression*). Total sampel yang diuji sebanyak 40 perusahaan yang dipilih dengan metode *random sampling*. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linear berganda dan analisis regresi hirarki dengan menggunakan program SPSS 16.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa *free cash flow* mempunyai arah positif dan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: nilai perusahaan, struktur modal, kebijakan dividen, *free cash flow*.

PERSETUJUAN TAPM

Judul Penelitian : Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan Dan *Free Cash Flow* Terhadap Nilai Perusahaan Yang Tercatat Dalam LQ45 Di Bursa Efek Indonesia

Penyusun TAPM : Heronimus Edi susanto
 NIM : 500643873
 Program Studi : Magister Manajemen Keuangan
 Hari/Tanggal : Rabu, 16 Agustus 2017

Pembimbing II



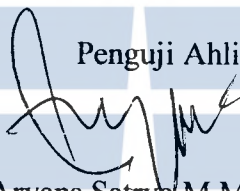
Dr. Prayekti, M.Pd.
 NIP. 19580508 198303 2 002

Pembimbing I,



Dr. M. Rustam, S.E., M.E.
 NIP.19571002 198603 1 002

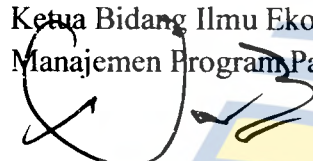
Penguji Ahli



Aryana Satrya M.M., Ph.D


Mengetahui:

Ketua Bidang Ilmu Ekonomi dan
 Manajemen Program Pascasarjana



Mohammad Nasoha, S.E., M.Sc
 NIP.19781111 200501 1 001

Direktur Program Pascasarjana



Dr. Liestyodono Bawono, M.Si
 NIP.19581215 198601 1 009

LEMBAR PENGESAHAN HASIL UJIAN SIDANG
UNIVERSITAS TERBUKA
PROGRAM PASCA SARJANA
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN KEUANGAN
PENGESAHAN HASIL UJIAN SIDANG

Nama : Heronimus Edi susanto
 NIM : 500643873
 Program Studi : Magister Manajemen Keuangan
 Judul TAPM : Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan Dan *Free Cash Flow* Terhadap Nilai Perusahaan Yang Tercatat Dalam LQ45 Di Bursa Efek Indonesia.

TAPM telah dipertahankan di hadapan Panitia Penguji Tugas Akhir Program Magister (TAPM) Manajemen Keuangan program Pascasarjana Universitas Terbuka pada:

Hari/Tanggal : Rabu/ 16 Agustus 2017

Waktu : 14.30 – 16.00

dan telah dinyatakan LULUS

PANITIA PENGUJI TAPM

Ketua Komisi Penguji

Tanda Tangan

Nama: Dr. Tita Rosita, M.Pd.

Penguji Ahli

Nama: Aryana Satrya M.M., Ph.D

Pembimbing I

Nama: Dr. M. Rustam, S.E., M.E

Pembimbing II

Nama: Dr. Prayekti, M.Pd.

KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan penulisan TAPM (Tesis) dengan judul “Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan Dan *Free Cash Flow* Terhadap Nilai Perusahaan Yang Tercatat Dalam LQ45 Di Bursa Efek Indonesia”.

Saya menyadari bahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari mulai perkuliahan sampai pada penulisan penyusunan TAPM ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan TAPM ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada :

1. Dr. Liestyodono Bowono, M.Si selaku Direktur Program Pascasarjana Magister Manajemen (MM);
2. Dr. Dra. Tati Rajati, M.M. selaku Kepala UPBJJ Pontianak dan Staf penyelenggara program Pascasarjana Magister Manajemen Online Universitas Terbuka;
3. Mohammad Nasoha, S.E, M.M. selaku Ketua Jurusan Magister Manajemen Online Universitas Terbuka;
4. Dr. M. Rustam, S.E., M.E. selaku Pembimbing I yang telah menyediakan waktu, tenaga dan pikiran untuk mengarahkan Penulis dalam menyusun dan menyelesaikan TAPM;
5. Dr. Prayekti, M.Pd selaku Pembimbing II yang telah menyediakan waktu, tenaga dan pikiran untuk mengarahkan Penulis dalam menyusun TAPM;
6. Ibu, Ayah, Isteri dan anak tercinta yang senantiasa memberikan dukungan materil dan moril dalam menyelesaikan penulisan TAPM;

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih banyak kekurangan dan keterbatasan oleh karena penulis sangat mengharapkan saran maupun kritik yang bersifat membangun. Semoga tesis ini bermanfaat dan dapat memberikan sumbangan pengetahuan dan menjadi sebuah karya yang bermanfaat bagi pembaca.

Pontianak, 21 Juni 2017
Penulis,

Heronimus Edi susanto

NIM. 500643873



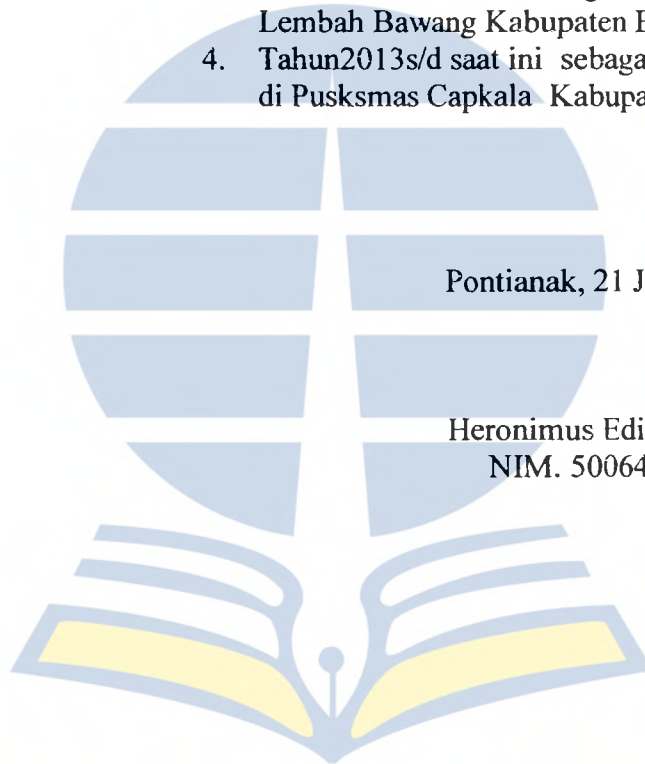
RIWAYAT HIDUP

Nama : Heronimus Edi Susanto
 NIM : 500643873
 Program Studi : Magister Manajemen Keuangan
 Tempat / Tanggal Lahir : Singkawang, 21 November 1977

- Riwayat Pendidikan :
1. Lulus SD di Singkawang pada tahun 1989
 2. Lulus SMP di Singkawang pada tahun 1992
 3. Lulus SPK di Singkawang pada tahun 1995
 4. Lulus D3 di Singkawang pada tahun 2004
 5. Lulus S1 di Semarang pada tahun 2008
- Riwayat Pekerjaan :
1. Tahun 1996 s/d 2001 sebagai staf di Puskesmas Ledo Kabupaten Bengkayang
 2. Tahun 2001 s/d 2008 sebagai staf di Puskesmas Samalantan Kabupaten Bengkayang
 3. Tahun 2008 s/d 2013 sebagai staf di Puskesmas Lembah Bawang Kabupaten Bengkayang
 4. Tahun 2013 s/d saat ini sebagai Kepala Puskesmas di Puskesmas Capkala Kabupaten Bengkayang

Pontianak, 21 Juni 2017

Heronimus Edi Susanto
 NIM. 500643873



DAFTAR ISI

	Halaman
LEMBAR PERNYATAAN BEBAS PLAGIASI	i
ABSTRAK	ii
LEMBAR PERSETUJUAN.....	iv
LEMBAR PENGESAHAN.....	v
KATA PENGANTAR.....	vi
DAFTAR RIWAYAT HIDUP.....	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR GAMBAR	x
DAFTAR TABEL	xi
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang.....	1
B. Rumusan Masalah.....	15
C. Tujuan Penelitian	15
D. Kegunaan Penelitian	16
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	17
A. Kajian Teori	17
B. Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis.....	46
C. Kerangka Konseptual.....	49
D. Pengembangan Hipotesis.....	50
E. Kerangka Berpikir.....	57
BAB III METODE PENELITIAN	58
A. Desain Penelitian	58
B. Sumber informasi.....	58
C. Instrumen Penelitian	61
D. Prosedur Pengumpulan Data.....	63
E. Metode Analisis Data	64

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN	71
A. Sampel penelitian.....	71
B. Deskriptif Statistik Variabel Penelitian.....	72
C. Uji asumsi klasik.....	73
D. Uji F.....	80
E. Pengujian Hipotesis	81
F. Pembahasan	85
BAB. V KESIMPULAN DAN SARAN	88
A. Kesimpulan	88
B. Saran	90

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN



DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Kerangka Berpikir	Hal 57
------------	-------------------------	-----------



DAFTAR TABEL

	Hal
Tabel 1.1	Kondisi pertumbuhan perusahaan tertinggi dan terendah 12
Tabel 1.2	Pertumbuhan perusahaan tertinggi dan terendah 12
Tabel 1.3	Kondisi pertumbuhan perusahaan tertinggi dan terendah 13
Tabel 1.4	Kondisi pertumbuhan perusahaan tertinggi dan terendah 14
Tabel 1.5	Kondisi pertumbuhan perusahaan tertinggi dan terendah 14
Tabel 3.1	Daftar Sampel perusahaan LQ45 60
Table 4.1	Statistik Deskriptif Variabel 72
Table 4.2	Uji statistik Kolmogorov-Smirnov 74
Tabel 4.3	Uji Autokorelasi Pertama..... 76
Tabel 4.4	Uji Autokorelasi Hasil 77
Tabel 4.5	Uji Multikolinearitas 78
Tabel 4.6	Hasil Uji Heteroskedastisitas 79
Tabel 4.7	Nilai R Square 80
Tabel 4.8	Nilai Hitung Signifikansi 81
Tabel 4.9	Hasil Regresi 82



BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Didirikannya sebuah perusahaan memiliki tujuan yang jelas. Ada beberapa hal yang mengemukakan tentang tujuan pendirian suatu perusahaan. Tujuan perusahaan yang pertama adalah untuk mencapai keuntungan maksimal atau laba yang sebesar-besarnya. Tujuan perusahaan yang kedua adalah ingin memakmurkan pemilik perusahaan atau para pemilik saham. Sedangkan tujuan perusahaan yang ketiga adalah memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Ketiga tujuan perusahaan tersebut sebenarnya secara substansial tidak banyak berbeda. Hanya saja penekanan yang ingin dicapai oleh masing-masing perusahaan berbeda antara yang satu dengan yang lainnya. (Martono dan Agus Harjito, 2005: 2 dalam Rika Susanti, 2010: 16).

Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui proses kegiatan selama beberapa tahun. Nilai perusahaan menurut Sartono (2010: 9) diartikan sebagai harga yang bersedia dibayar oleh investor seandainya suatu perusahaan akan dijual. Ada juga yang mendefinisikan nilai perusahaan sebagai nilai pasar (Brigham dan Houston, 2010: 7). Meningkatnya nilai perusahaan adalah sebuah prestasi, yang sesuai dengan keinginan para pemiliknya, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat. Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai

perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Brigham Gapensi,1996). Nilai perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan kemakmuran bagi para pemegang saham, sehingga para pemegang saham akan menginvestasikan modalnya kepada perusahaan tersebut (Tendi Haruman, 2008 dalam Wien Ika Permanasari, 2010: 1).

Nilai perusahaan dapat meningkatkan dan menghasilkan biaya modal rata-rata tertimbang yang paling rendah apabila struktur modal yang optimal merupakan struktur modal yang diperkirakan dapat meningkatkan nilai suatu perusahaan. Terdapat berbagai teori mengenai bagaimana struktur modal yang optimal, namun masing-masing memiliki kelebihan dan kekurangan. Penentuan struktur modal sedikit banyak akan dipengaruhi oleh faktor-faktor internal perusahaan. Faktor internal tersebut diantaranya profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan, stabilitas penjualan, struktur aktiva, *operating leverage*, tingkat pertumbuhan, pengendalian, dan sikap manajemen. Pada umumnya perusahaan yang besar mempunyai sumber dana dari dalam berupa laba yang cukup besar memiliki profitabilitas tinggi, memiliki stabilitas penjualan yang bagus, atau tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung tidak terlalu banyak membutuhkan dana dari pihak luar karena mereka memiliki.

Penganggaran modal, dalam hal ini keputusan investasi, dan keputusan pendanaan yang diambil oleh manajer dalam suatu perusahaan harus dipertimbangkan secara teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih karena masing-masing sumber dana tersebut memiliki

konsekuensi finansial yang berbeda. Sumber dana adalah semua perkiraan yang terdapat pada sisi pasiva laporan posisi keuangan, mulai dari utang dagang hingga laba ditahan.

Menurut Riyanto, (2001), bahwa sumber dana yang dapat diperoleh untuk membelanjai suatu perusahaan dapat dibedakan menjadi sumber dana dari dalam perusahaan dan sumber dana dari luar perusahaan. Sumber dana dari dalam perusahaan (*internal source*) dapat diartikan sebagai bentuk dana di mana pemenuhan kebutuhannya berasal dari dalam perusahaan itu sendiri, dengan kata lain dana dengan kekuatan atau kemampuan sendiri, sedangkan sumber dana dari luar perusahaan (*external source*) adalah pemenuhan kebutuhan dana diambil atau berasal dari sumber-sumber dana yang ada di luar perusahaan.

Nilai suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh keputusan pemilihan sumber dana baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Sumber dana perusahaan dari internal berasal dari laba ditahan dan depresiasi. Sumber dana eksternal perusahaan berasal dari kreditur. Pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari para kreditur merupakan hutang bagi perusahaan, sedangkan dana yang diperoleh dari para pemilik merupakan modal sendiri. Keputusan pendanaan keuangan perusahaan juga akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya (Safrida, 2008).

Fama dan French (1998) berpendapat bahwa optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui fungsi manajemen keuangan, di mana satu keputusan keuangan yang diambil akan

memengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan. Ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, di antaranya: keputusan pendanaan, kebijakan dividen, struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan. Beberapa faktor tersebut memiliki hubungan dan pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tidak konsisten. Nilai perusahaan adalah nilai laba masa yang akan datang yang diekspektasi dan dihitung kembali dengan suku bunga yang tepat (Winardi, 2001).

Struktur modal merupakan pendanaan permanen yang mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dan modal sendiri (saham), sedangkan nilai perusahaan dicerminkan dari harga sahamnya. Dalam usaha untuk meningkatkan nilai perusahaan, hal yang tidak dapat dipisahkan adalah bagaimana menentukan struktur modal yang dilakukan oleh manajemen dan para pemegang saham perusahaan. Struktur modal (*capital structure*) adalah perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan oleh perusahaan Gitman(2003). Ada dua macam modal menurut Gitman (2003) yaitu modal hutang (*debt capital*) dan modal sendiri (*equity capital*). Tetapi dalam kaitannya dengan struktur modal, jenis modal hutang yang diperhitungkan hanya hutang jangka panjang. Dalam mengambil keputusan yang berhubungan dengan struktur modal, manajemen yang kekayaannya tidak terdiversifikasi secara baik mungkin cenderung mengambil keputusan yang menguntungkan mereka dan tidak terlalu berisiko. Hal ini dikarenakan pendapatan, masa jabatan dan

sebagian dari kekayaan mereka hanya tergantung dari perusahaan yang sudah memperkerjakan mereka.

Keputusan struktur modal secara langsung berpengaruh terhadap besarnya risiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya tingkat pengembalian atau tingkat keuntungan yang diharapkan. Keputusan struktur modal yang diambil oleh manajer tersebut tidak saja berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan, tetapi juga berpengaruh terhadap risiko keuangan yang dihadapi perusahaan. Risiko keuangan tersebut meliputi kemungkinan ketidak mampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajibannya dan kemungkinan tidak tercapainya laba yang ditargetkan perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas, tampak bahwa keputusan struktur modal merupakan keputusan yang sangat penting bagi kelangsungan hidup perusahaan.

Penetapan struktur keputusan modal perusahaan diharapkan menggunakan perencanaan yang baik dan tepat yang diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan dan lebih unggul dalam menghadapi persaingan bisnis. Tujuan perusahaan dalam jangka panjang adalah mengoptimalkan nilai perusahaan dengan meminimumkan biaya modal perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pemilik perusahaan.

Dalam *pecking order theory* mengatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal perusahaan. Penggunaan sumber dana eksternal oleh perusahaan dilakukan apabila sumber internal tidak mencukupi. Urutan yang akan dilakukan

menurut teori ini dalam hal pendanaan adalah laba ditahan, hutang, hutang obligasi dan saham preferen serta saham biasa (Setiawan, 2006).

Trade-off theory dari *leverage* adalah teori yang menjelaskan bahwa struktur modal yang optimal ditemukan dengan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan hutang (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan), dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi (Safrida, 2008). Biaya dari hutang dihasilkan dari (1) peningkatan kemungkinan kebangkrutan yang disebabkan oleh kewajiban hutang tergantung pada tingkat risiko bisnis dan risiko keuangan, (2) biaya agen dan pengendalian tindakan perusahaan, (3) biaya yang berkaitan dengan manajer yang mempunyai informasi lebih banyak tentang prospek perusahaan daripada investor (Wardany, 2006).

Nilai perusahaan dapat dicerminkan oleh nilai aset yang dimiliki perusahaan seperti surat berharga. Saham salah satu contoh surat berharga yang dikeluarkan perusahaan. Pada hakekatnya faktor keuangan merupakan gambaran utama nilai perusahaan. Faktor keuangan membahas tentang mencari dana dan alokasi dana, di mana faktor keuangan yang dominan memengaruhi nilai perusahaan yaitu pertumbuhan total aset dan pertumbuhan penjualan (Ade, 2013).

Naik turunnya harga saham di pasar modal menjadi sebuah fenomena yang menarik untuk dibicarakan berkaitan dengan isu naik turunnya nilai perusahaan itu sendiri. Fenomena ini pernah terjadi di Indonesia ketika krisis ekonomi global, di mana harga saham keseluruhan perusahaan yang terdaftar mengalami penurunan. Hal tersebut mengakibatkan banyak

pemegang saham melepaskan sahamnya karena takut kerugian yang besar. Secara harfiah hal itu memiliki dampak terhadap perusahaan yaitu penurunan nilai perusahaan jika diamati dengan kemakmuran pemegang saham yang dapat diukur dengan melalui harga saham perusahaan di pasar modal. Hal ini tercermin dengan penurunan laba perusahaan hingga mungkin terjadi kerugian perusahaan yang mengakibatkan kerugian terhadap pemegang saham, dampak lain terjadinya pemutusan hubungan kerja dengan para pekerja. Oleh karena itu keberadaan pemegang saham dan peranan manajemen sangat penting dalam menentukan besar keuntungan dan kemakmuran yang diperoleh nantinya oleh perusahaan. Meningkatnya nilai perusahaan akan diikuti dengan meningkatnya kemakmuran pemegang saham. Harga pasar saham merupakan cerminan dari nilai perusahaan di mana dengan harga pasar saham yang tinggi berarti saham tersebut diminati oleh investor dan dengan meningkatnya permintaan saham akan menyebabkan nilai perusahaan akan semakin tinggi.

Kebijakan dividen merupakan keputusan pembayaran dividen yang mempertimbangkan maksimalisasi harga saham saat ini dan periode mendatang. Teori "dividen tidak relevan", menurut Modigliani dan Miller (MM), nilai perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR (*dividend payout ratio*), tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak EBIT (*earnings before interest and tax*) dan kelas risiko perusahaan. Namun, beberapa ahli menentang pendapat Modigliani dan Miller (MM) tentang dividen dengan menunjukkan bahwa adanya emisi saham baru akan memengaruhi nilai perusahaan.

Investor yang menanamkan modalnya pada suatu perusahaan mengharapkan *return* atau keuntungan yang akan diperolehnya dari investasi yang telah dilakukannya. Keuntungan dari penanaman modal melalui pembelian saham suatu perusahaan terdiri dari dua macam, yaitu berupa dividen dan *capital gain*. Dividen merupakan bagian keuntungan yang diberikan kepada investor berdasarkan laba operasi yang diperoleh perusahaan dan kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan. Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan yang ditetapkan oleh perusahaan untuk menetapkan berapa bagian dari laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham dan berapa bagian dari laba bersih itu akan ditanamkan kembali sebagai laba yang ditahan untuk reinvestasi. *Capital gain* adalah keuntungan yang diperoleh investor karena adanya selisih harga jual saham yang lebih tinggi daripada beli apabila saham tersebut dijual (Sartono, 2001).

Free cash flow (aliran kas bebas) menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. Jensen (1986), mendefinisikan aliran kas bebas sebagai kas yang tersisa setelah seluruh proyek menghasilkan *net present value* positif dilakukan. Perusahaan dengan aliran bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik karena akan memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak diperoleh perusahaan lain. Menurut Ross (2000) aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap. Aliran kas bebas menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan

tidak sekedar strategi menyasati pasar dengan maksud meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan nilai perusahaan.

Hypothesis *free cash flow* yang disampaikan oleh Jensen (1986) menyebutkan bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang tinggi memiliki *free cash flow* yang rendah karena sebagian besar dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek yang memiliki nilai *net present value* (NPV) atau nilai bersih sekarang yang positif. *Free cash flow* suatu perusahaan sangat dipengaruhi kebijakan dividen perusahaan, di mana jika *free cash flow* meningkat, maka hal ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen juga semakin meningkat, dan meningkatkan kepercayaan para investor terhadap kinerja perusahaan. Dengan demikian meningkatnya *free cash flow* juga akan meningkatkan harapan dividen yang akan diterima oleh investor, sehingga terdapat kemungkinan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap pendapatan dividen.

Pertumbuhan dan perkembangan dari sebuah perusahaan biasanya diindikasikan dari produktivitas perusahaan. Pada dasarnya produktivitas dapat tercermin dari pertumbuhan aset dan pertumbuhan penjualan sebuah perusahaan. Perusahaan yang mengalami pertumbuhan meningkat dapat dilihat yaitu dari pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan aset. Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak stabil (Bigham dan Houston, 2006: 42). Produktivitas perusahaan merupakan suatu harapan yang

diinginkan oleh para pemegang saham dan manajemen sebagai pihak internal perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi dari aset dan penjualan memiliki fleksibilitas yang lebih besar dalam pemilihan investasi dan menarik minat investor untuk menanamkan modal di sebuah perusahaan di masa depan. Hal tersebut dapat memengaruhi peningkatan nilai sebuah perusahaan apabila perusahaan dapat mengelola dan memaksimalkan produktivitas perusahaan.

Pertumbuhan (*growth*) adalah seberapa jauh perusahaan menempatkan diri dalam sistem ekonomi secara keseluruhan atau sistem ekonomi untuk industri yang sama. Pada umumnya, perusahaan yang tumbuh dengan cepat memperoleh hasil positif. Pertumbuhan cepat juga memaksa sumber daya manusia yang dimiliki untuk secara optimal memberikan kontribusinya. Agar pertumbuhan cepat tidak memiliki arti pertumbuhan biaya yang kurang terkendali, maka dalam mengelola pertumbuhan, perusahaan harus memiliki pengendalian operasi dalam penekanan pada pengendalian biaya (Susanto, 1997).

Menurut Myers (2001) perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, di mana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Harris dan Raviv (1991) berpendapat bahwa struktur modal adalah proposi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan di mana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau panduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama yakni yang berasal dari dalam dan luar perusahaan. Jensen (2001) menjelaskan bahwa untuk

memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya dengan nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua sumber keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen.

Perusahaan-perusahaan LQ45 merupakan suatu forum yang di dalamnya berisi perusahaan-perusahaan yang saham-sahamnya memiliki tingkat likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi. Berdasarkan informasi yang diperoleh dari *Indonesia Stock Exchange* (Bursa Efek Indonesia) jumlahnya sebanyak 45 perusahaan. Indeks LQ45 terdiri dari emiten dengan likuiditas tinggi, serta mempertimbangkan kapasitas pasar. Bursa Efek Indonesia secara rutin memantau secara rutin perkembangan kinerja emiten-emiten yang masuk dalam perhitungan indeks LQ45. Namun, menurut Senata (2016), dalam lima tahun terakhir (2011-2015), kinerja kumpulan saham-saham berkapitalisasi besar yang diwakili oleh indeks LQ45 juga belum memiliki performa yang baik. Meskipun lebih baik dari *Jakarta Islamic Index (JII)*, LQ45 hanya membukukan *return* 21,12 persen. *Jakarta Islamic Index (JII)* adalah indeks syariah yang terdiri dari saham tiga puluh perusahaan dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Agar tercatat dalam *Jakarta Islamic Index (JII)*, ada kriteria-kriteria yang harus dipenuhi oleh perusahaan. *Jakarta Islamic Indeks* merupakan indeks yang terdiri 30 saham mengakomodasi syariat investasi dalam Islam atau Indeks yang berdasarkan syariah Islam. Dengan kata lain, dalam Indeks ini dimasukkan saham-saham yang memenuhi kriteria investasi dalam syariat Islam. Saham-saham yang masuk dalam Indeks

Syariah adalah emiten yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan syariah..

Berdasarkan laporan keuangan tahunan dari 10 perusahaan dari indeks LQ45 dalam kondisi 5 tahun terakhir tampak kinerja keuangan sebagai berikut:

1. PT Astra Internasional Tbk (ASII) berada pada posisi tertinggi, sedangkan posisi terendah PT Bakrie and Brothers Tbk (BNBR) berdasarkan rata-rata laporan laba rugi dengan kondisi pertumbuhan per tahun dapat di lihat pada tabel 1.1.

Tabel 1.1 kondisi pertumbuhan perusahaan tertinggi dan terendah

No	Perusahaan	Tahun				
		2011	2012	2013	2014	2015
1	ASII		18%	-28%	81%	41%
2	BNBR		-100%	-133%	29%	-3200%.

2. Berdasarkan rata-rata NOPAT, perusahaan yang berada pada posisi tertinggi yaitu PT Astra Internasional Tbk (ASII), sedangkan PT Bakrie and Brothers Tbk (BNBR) posisi terendah, dapat di lihat pada tabel 1.2.

Tabel 1.2 pertumbuhan perusahaan tertinggi dan terendah

No	Perusahaan	Tahun				
		2011	2012	2013	2014	2015
1	ASII		26%,	-32%,	76%,	35%
2	BNBR		-100%,	-133%,	4%	-8610%

3. Posisi tertinggi dan terendah berdasarkan rata-rata kewajiban (hutang) adalah PT Bank Mandiri Tbk (BMRI) dan PT Astra Agro Lestari Tbk

(AALI) dengan kondisi pertumbuhan kewajiban (hutang) per tahun, dapat di lihat pada tabel 1.3.

Tabel 1.3 kondisi pertumbuhan perusahaan tertinggi dan terendah

No	Perusahaan	Tahun				
		2011	2012	2013	2014	2015
1	BMRI		8%	0,42%,	20%	13%
2	AALI		-60%,	35%,	75%,	3%.

4. PT Bank Mandiri Tbk (BMRI) berada pada posisi tertinggi dan PT Astra Agro Lestari Tbk (AALI) pada posisi terendah berdasarkan rataan modal (ekuitas pemilik) dengan kondisi pertumbuhan per tahun, dapat di lihat pada tabel 1.4.

Tabel 1.4 kondisi pertumbuhan perusahaan tertinggi dan terendah

No	Perusahaan	Tahun				
		2011	2012	2013	2014	2015
1	BMRI		-7%	13%	11%	4%
2	AALI		27%	5%	48%	27%

5. Berdasarkan rataan total Aset (total Aktiva), perusahaan yang berada posisi tertinggi adalah PT Bank Mandiri Tbk (BMRI) dan PT Astra Agro Lestari Tbk (AALI) berada pada posisi terendah dengan kondisi pertumbuhan per tahun, dapat di lihat pada tabel 1.5.

Tabel 1.5 kondisi pertumbuhan perusahaan tertinggi dan terendah

No	Perusahaan	Tahun				
		2011	2012	2013	2014	2015
1	BMRI		6%	2%	19%	12%
2	AALI		-6%	10%	53%	22%

6. Kinerja setiap perusahaan berdasarkan rata-rata Return on Total Asset/Return On Investment (ROI) dalam 5 tahun terakhir, perusahaan yang berada pada posisi tertinggi dengan nilai sebesar 0.301 adalah perusahaan PT Aneka Tambang Tbk (ANTM), sedangkan posisi terendah adalah PT Bakrie and Brothers Tbk (BNBR) dengan nilai (13.565).

Ada beberapa penelitian mengenai pentingnya penilaian kinerja keuangan perusahaan dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Wardany (2007) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap perubahan harga saham. Berdasarkan hal tersebut terdapat hubungan antara tingkat pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan. Berbeda dengan penelitian Syafrida (2008), yang membuktikan bahwa struktur modal berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, pertumbuhan perusahaan berpengaruh secara negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Gita (2003) bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris tentang pengaruh yang signifikan antara EVA (*economic value added*) dengan harga saham di pasar modal. Hasil penelitiannya menyatakan ada pengaruh antara EVA (*economic value added*) terhadap harga saham.

Agung (2006) melakukan penelitian mengenai pengaruh penilaian kinerja terhadap ROR (*rate of return*) pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45. Hasilnya menunjukkan bahwa variabel independen ROA (*return on asset*), ROI (*return on investment*), OCF (*operating cash flow*), dan EVA (*economic value added*), tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap tingkat pengembalian saham ROR (*rate of return*).

Dengan ketidakkonsistenan penelitian terdahulu, judul tesis ini adalah “Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan, dan *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan yang tercatat dalam LQ45 di Bursa Efek Indonesia”.

B. Perumusan Masalah

Dari latar belakang di atas, masih ditemukan beberapa *research gap* (adanya berbagai kesenjangan), maka pertanyaan penelitian ini adalah :

1. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
3. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
4. Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

C. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar dalam kelompok LQ45.

2. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh pemberian dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar dalam kelompok LQ45.
3. Untuk menguji pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perusahaan yang terdaftar dalam kelompok LQ45.
4. Untuk menguji pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar dalam kelompok LQ45.

D. Kegunaan Penelitian

Adapun manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan akan melengkapi temuan-temuan empiris yang telah ada di bidang manajemen keuangan untuk kemajuan dan pengembangan ilmiah di masa yang akan datang.
2. Bagi manajemen, penelitian ini diharapkan akan memberikan informasi terutama manajer keuangan untuk dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam penentuan struktur modal dan pertumbuhan perusahaan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.
3. Bagi investor, penelitian ini diharapkan dapat dijadikan sebuah pertimbangan dalam mengambil keputusan untuk melakukan investasi saham di Bursa Efek Indonesia.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Kajian Teori

1. Nilai perusahaan

a. Pengertian Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai pasar karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Berbagai kebijakan yang diambil oleh manajemen dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik dan para pemegang saham yang tercermin pada harga saham (Bringham & Houston, 2006 : 19). Menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007) dalam Sri Hermuningsih (2009) nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang terkait erat dengan harga sahamnya. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi, dan meningkatkan kepercayaan pasar tidak hanya terhadap kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa mendatang. Harga saham yang digunakan umumnya mengacu pada harga 16 penutupan (*closing price*), dan merupakan harga yang terjadi pada saat saham diperdagangkan di pasar (Fakhruddin dan Hadiano, 2001)

Brigham dan Erdhardt (2005: 518) mendefinisikan nilai perusahaan sebagai berikut:

“Nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (*present value*) dari *free cash flow* di masa mendatang pada tingkat diskonto sesuai rata-rata tertimbang biaya modal”. *Free cash flow* merupakan *cash flow* yang tersedia bagi investor (kreditur dan pemilik) setelah memperhitungkan seluruh pengeluaran untuk operasional perusahaan dan pengeluaran untuk investasi serta aset lancar bersih.

Nilai perusahaan menurut Gitman (2006: 352), yaitu: “Nilai perusahaan adalah nilai aktual per lembar saham yang akan diterima apabila aset perusahaan dijual sesuai harga saham”.

Nilai perusahaan juga dapat menunjukkan nilai asset yang dimiliki perusahaan seperti surat-surat berharga. Saham merupakan salah satu asset berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan (Martono & Agus, 2003:3). Nilai perusahaan *go public* selain menunjukkan nilai seluruh aset, juga tercermin dari nilai pasar atau harga sahamnya, sehingga semakin tinggi harga saham mencerminkan tingginya nilai perusahaan (Afzal, 2012).

Menurut Martono dan Harjito (2010: 13) berpendapat bahwa:

“memaksimumkan nilai perusahaan disebut sebagai memaksimumkan kemakmuran pemegang saham (*stakeholder wealth maximation*) yang dapat diartikan juga sebagai memaksimumkan harga saham biasa dari perusahaan (*maximizing the price of the firm's common stock*)”.

Kesimpulan dari beberapa definisi yaitu nilai perusahaan dapat ditentukan dari perbandingan hasil kinerja perusahaan yang terlihat, di mana nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (*present value*) dari *free cash flow* di masa mendatang pada tingkat diskonto rata-rata tertimbang biaya modal. Memaksimumkan nilai perusahaan berarti memaksimumkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimalnya harga saham dari perusahaan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga pasar saham. Harga pasar saham menunjukkan harga yang bersedia dibayar oleh investor. Harga pasar saham dapat lebih tinggi atau lebih rendah dibandingkan nilai bukunya. Harga saham cenderung tinggi pada saat perusahaan memiliki banyak kesempatan untuk berinvestasi mengingat hal tersebut akan meningkatkan pendapatan pemegang saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Harga saham dan nilai perusahaan mengikhtisarkan penilaian kolektif investor tentang seberapa baik keadaan suatu perusahaan, baik kinerja saat ini maupun prospek masa depannya. Oleh sebab itu, peningkatan harga saham mengirimkan sinyal positif dari investor kepada manajer. Itulah sebabnya kompensasi manajemen puncak dikaitkan dengan harga saham. Manajer yang memiliki saham di perusahaannya akan termotivasi meningkatkan nilai pasar perusahaan. Hal ini mengurangi biaya agensi dengan menyelaraskan kepentingan dan pemegang saham. Inilah keuntungan penting dari *go public*. Perusahaan tertutup tidak dapat menggunakan harga saham sebagai ukuran kinerja. Perusahaan masih bisa mengkompensasi manajer dengan saham, tapi saham itu tidak akan dinilai di pasar keuangan.

b. Jenis-jenis Nilai Perusahaan

Yulius dan Tarigan (2007: 3), mengatakan bahwa terdapat beberapa konsep nilai yang menjelaskan nilai suatu perusahaan, yaitu:

1. Nilai Nominal

Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam laporan posisi keuangan perusahaan, dan juga ditulis secara jelas dalam surat saham kolektif. Nilai nominal (*par value*), dari suatu saham merupakan nilai kewajiban yang ditetapkan untuk tiap-tiap lembar saham. Nilai nominal merupakan modal per lembar yang secara hukum harus ditahan di perusahaan. Untuk saham yang tidak mempunyai nilai nominal, dewan direksi umumnya menetapkan nilai sendiri per lembarnya. Jika tidak ada nilai yang ditetapkan, maka yang dianggap sebagai modal secara hukum adalah semua penerimaan bersih yang diterima oleh emiten ketika mengeluarkan saham.

2. Nilai Pasar

Nilai pasar sering disebut kurs adalah harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar saham. Nilai ini hanya bisa ditentukan jika saham perusahaan dijual di pasar saham.

3. Nilai Intrinsik

Nilai intrinsik merupakan konsep yang paling abstrak, karena mengacu kepada perkiraan nilai riil suatu perusahaan. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekedar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki

kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari. Nilai intrinsik adalah nilai yang sesungguhnya dari suatu saham yang berbeda dari nilai buku (*book value*, atau ekuitas). Nilai intrinsik memperhitungkan aset yang terlihat dan yang tidak terlihat.

4. Nilai Buku

Nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi. Secara sederhana dihitung dengan membagi selisih antara total aset dan total utang dengan jumlah saham yang beredar.

5. Nilai Likuidasi

Nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai likuidasi dapat dihitung dengan cara yang sama dengan menghitung nilai buku, yaitu berdasarkan laporan posisi keuangan proforma yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan dilikuidasi.

c. Mengukur Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh pembeli apabila saham perusahaan tersebut dijual. Pengukuran variabel berupa nilai perusahaannya dapat dilihat dari harga sahamnya. Hal ini sesuai dengan Husnan dan Pudjiastuti (2004: 210) yang mengatakan bahwa:

“Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan”.

Pengukuran ini sesuai dengan Hasnawati (2005: 117) yang mengatakan bahwa:

“Secara harfiah nilai perusahaan itu sendiri diamati melalui kemakmuran pemegang saham yang dapat diukur melalui harga saham perusahaan di pasar modal”

Dari pendapat-pendapat di atas dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan harga saham. Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham merupakan *fair price* yang dapat dijadikan proksi nilai perusahaan. Semakin tinggi harga saham, maka semakin tinggi nilai perusahaan, yang berarti kemakmuran pemegang saham juga semakin meningkat.

Menurut Brigham dan Houston (2010: 150), terdapat beberapa pendekatan analisis rasio dalam penilaian *market value*, terdiri dari pendekatan *price earning ratio* (PER), *price book value ratio* (PBVR), *market book ratio* (MBR), *dividend yield ratio*, dan *dividend payout ratio* (DPR).

Dalam penelitian nilai perusahaan diukur dengan *Market Book Ratio* (MBR). *Market to book ratio* (MBR) adalah perbandingan antara harga pasar perlembar saham terhadap nilai buku ekuitas perlembar saham (Brigham and Gapenski, 1988). *Market to book ratio* adalah *ratio* dari nilai perlembar saham biasa atas nilai buku perlembar ekuitas. Nilai pasar perlembar saham mencerminkan kinerja perusahaan di masyarakat umum, dimana nilai pasar pada suatu saat dapat dipengaruhi oleh pilihan dan tingkah laku dari mereka yang terlibat dipasar, suasana psikologi yang ada dipasar, sengitnya perang pengambilalihan, perubahan ekonomi, perkembangan industri, kondisi politik, dan sebagainya (Helfert, 1997 : 290). Sedangkan nilai buku perlembar

ekuitas mencerminkan nilai ekuitas pemilik yang tercatat pada neraca perusahaan, dan mencerminkan klaim pemilik yang tersisa atas suatu aset (Helfert,1997:326).

Market to book ratio adalah nilai pasar ekuitas perusahaan dibagi dengan nilai buku dari ekuitasnya. Nilai pasar ekuitas perusahaan diperoleh dengan cara mengkalikan harga pasar saham per lembar dikalikan dengan jumlah saham yang beredar. Nilai buku ekuitas diperoleh dari total ekuitas dikurangi dengan saham *preferen* yang ada di laporan posisi keuangan. Formulasnya adalah:

$$\text{MBR} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per share}}$$

Keterangan:

MBR = Nilai perusahaan

Market Price per Share = Nilai pasar ekuitas per lembar

Book Value per share = Nilai buku ekuitas per lembar

Semakin optimis investor akan pertumbuhan perusahaan di masa depan, semakin tinggi nilai *market to book rasionya*. Rasio ini digunakan sebagai ukuran dari nilai relatif. Saham perusahaan dengan nilai *market to book* yang rendah dianggap sebagai *value stock*, sedangkan saham perusahaan dengan rasio yang tinggi dianggap sebagai *growth stock*.

2. Struktur Modal

Ada beberapa pengertian struktur modal. Menurut Weston dan Copeland (1996), bahwa *capital structure or the capitalization of the firm is the permanent*

financing represented by long-term debt, preferred stock and shareholder's equity. Capital structure (struktur modal) adalah komposisi saham biasa, saham preferen dan berbagai kelas seperti itu, laba yang ditahan, dan utang jangka panjang yang dipertahankan oleh kesatuan usaha dalam mendanai aset. Struktur modal merupakan gambaran dari proporsi finansial perusahaan yaitu antara modal yang dimiliki yang bersumber dari utang jangka panjang (*long-term liabilities*) dan modal sendiri (*shareholder's equity*) yang menjadi sumber pembiayaan suatu perusahaan. Dipertegas Ferry dan Jones, (1979) dalam Panjaitan (2004), bahwa struktur modal suatu perusahaan terdiri dari *long-term debt* dan *shareholder's equity*, dimana *shareholder's equity* terdiri dari *preferred stock* dan *common equity*. *Common equity* itu sendiri terdiri dari *common stock* dan *retained earnings* (Fahmi, 2013: 179).

Menurut Modigliani dan Miller (1963) penetapan struktur modal perusahaan adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan lebih memilih penggunaan sumber pendanaan internal dalam keputusan pendanaannya. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan.
- b. Penetapan rasio target pembayaran dividen dilakukan berdasarkan kesempatan investasi masa depan dan arus kas yang akan diperoleh di masa depan.
- c. Perusahaan enggan untuk meningkatkan dan menurunkan pembayaran dividennya kecuali dengan alasan-alasan tertentu.
- d. Jika masih terdapat kelebihan dana dari sumber dana internal setelah digunakan untuk kegiatan investasi, maka akan digunakan untuk investasi di

sekuritas, pembayaran hutang, meningkatkan pembayaran dividen, *buyback* saham atau akuisisi perusahaan.

Beberapa teori tentang struktur modal yaitu:

a. *Pecking Order Theory*

Teori ini pertama kali dikenalkan oleh Donalson pada tahun 1961 sedangkan penamaan *Pecking order theory* dilakukan oleh Myers pada tahun 1984 (Setiawan, 2006). Dalam *pecking order theory* perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal perusahaan. Penggunaan sumber dana eksternal oleh perusahaan dilakukan apabila sumber internal tidak mencukupi. Urutan yang akan dilakukan menurut teori ini dalam hal pendanaan adalah laba ditahan, hutang, hutang obligasi dan saham preferen serta saham biasa.

Pecking order theory menggambarkan sebuah tingkatan dalam pencarian dana perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* dalam membiayai investasi dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. *Theory pecking order* menyatakan bahwa perusahaan lebih suka pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal, utang yang aman dibandingkan utang yang berisiko serta yang terakhir adalah saham biasa (Myers & Majluf, 1984 dalam Sugiarto 2009). Teori *pecking order* yang dibangun berdasarkan beberapa asumsi menekankan pada pentingnya *financial slack* yang cukup di perusahaan guna mendanai proyek-proyek bagus dengan dana internal. *Internal equity* diperoleh dari laba ditahan dan depresiasi atau amortisasi.

Utang diperoleh dari pinjaman kreditur, sedang eksternal *equity* di peroleh karena perusahaan menerbitkan saham baru.

Pemilihan urutan pendanaan ini menunjukkan bahwa pendanaan ini didasarkan oleh tingkat risiko atas keputusan untuk menggunakan pendanaan tersebut. Pemilihan ini juga dikaitkan dengan biaya atas sumber pendanaan dari yang termurah hingga yang termahal. Dana *eksternal* lebih disukai dalam bentuk hutang dari pada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi hutang jangka panjang yang lebih murah di banding dengan biaya emisi saham. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama, dan karena manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh penanam modal dan membuat harga saham turun. Hal ini dapat terjadi karena kemungkinan adanya asimetri informasi antara pihak manajer dengan pemilik modal.

Leland dan Pyle (1977) membuktikan bahwa pengumuman penawaran saham menyebabkan perubahan proporsi kepemilikan *insiders* diharapkan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Ross (1977) menyatakan bahwa peningkatan *leverage* memuat informasi yang positif berkaitan dengan kapasitas perusahaan untuk menyediakan hutang dalam jumlah yang lebih besar, sebaliknya penurunan *leverage* memberikan *signal* informasi yang negatif.

Pecking order theory merupakan teori yang mendasari adanya hirarki struktur pendanaan. Teori ini dilatarbelakangi oleh adanya berbagai bukti empiris yang tidak konsisten. Myers (2001), menyatakan bahwa jika nilai perusahaan negatif, maka akan terjadi penerbitan saham atau pengurangan

leverage. Hal ini juga didukung oleh Masulis (1990), menyimpulkan bahwa pertumbuhan rasio hutang akan mendekati puncak dalam kurva akan mempertinggi *leverage*, dan akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah sedikit. Hal ini bukan disebabkan karena perusahaan tersebut mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena perusahaan tersebut memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai (Husnan, 1996).

a. *Trade-Off Theory*

Tahun 1958, Modigliani dan Miller (MM) membentuk dasar untuk pemikiran modern terhadap struktur modal, bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal, bukti tersebut didasarkan serangkaian asumsi: antara lain, tidak ada biaya broker (pialang), tidak ada pajak, tidak ada biaya kebangkrutan, para investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perseroan, semua investor mempunyai informasi yang sama, EBIT (*earning before interest and tax*) tidak dipengaruhi oleh biaya hutang. Dengan hasil tersebut menunjukkan kondisi-kondisi di mana struktur modal tidak relevan. Modigliani dan Miller (MM) juga memberikan petunjuk agar struktur modal menjadi relevan sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2001).

Pada tahun 1963, Modigliani dan Miller (MM) menerbitkan makalah lanjutan yang melemahkan asumsi tidak ada pajak perseroan. Peraturan perpajakan membolehkan pengurangan pembayaran bunga sebagai beban, tetapi pembayaran dividen kepada pemegang saham tidak dapat dikurangkan. Hasil penelitiannya mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang dalam struktur modal. Kesimpulan ini diubah oleh Miller ketika memasukkan efek dari pajak perseorangan. Miller berpendapat bahwa investor bersedia menerima pengembalian atas saham sebelum pajak relatif rendah dibandingkan dengan pengembalian atas obligasi sebelum pajak (Brigham dan Houston, 2001).

Hasil-hasil Modigliani dan Miller (MM) yang tidak relevan juga tergantung pada asumsi tidak adanya biaya kebangkrutan. Perusahaan yang bangkrut mempunyai biaya hukum dan akuntansi yang sangat tinggi, dan mereka juga sulit untuk menahan pelanggan, pemasok dan karyawan. Bahkan, kebangkrutan sering memaksa suatu perusahaan untuk melikuidasi atau menjual hartanya dengan harga di bawah harga seandainya perusahaan beroperasi. Yang terkait dengan biaya kebangkrutan, yaitu: (1) meurunnya profitabilitas, (2) biaya-biaya yang akan timbul bila kesulitan keuangan akan muncul. Perusahaan yang labanya lebih labil, bila semua hal lain sama, menghadapi biaya kebangkrutan yang lebih besar sehingga harus menggunakan lebih sedikit hutang dari perusahaan yang stabil (Brigham dan Houston, 2001).

Trade-off theory dari *leverage* adalah teori yang menjelaskan bahwa struktur modal yang optimal ditemukan dengan menyeimbangkan manfaat

dari pendanaan dengan hutang (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi (Safrida, 2008). Biaya dari hutang dihasilkan dari (1) peningkatan kemungkinan kebangkrutan yang disebabkan oleh kewajiban hutang tergantung pada tingkat risiko bisnis dan risiko keuangan, (2) biaya agen dan pengendalian tindakan perusahaan, (3) biaya yang berkaitan dengan manajer yang mempunyai informasi lebih banyak tentang prospek perusahaan daripada investor (Wardany, 2006).

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

Teori *trade-off* dari struktur modal menunjukkan bahwa hutang bermanfaat bagi perusahaan karena bunga dapat dikurangkan dalam menghitung pajak, tetapi hutang juga menimbulkan biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan yang aktual dan potensial. Struktur modal yang optimal berada pada keseimbangan antara manfaat pajak dari hutang dan biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan. Hal ini disebut juga dengan *balance theory*, di mana perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang optimal dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan.

Menurut Sundjaya dan Barlian (2003), teori struktur modal yang optimal didasarkan atas keseimbangan antara manfaat dan biaya dari pembiayaan dengan hutang. Manfaat terbesar dari suatu pembiayaan dengan hutang

adalah pengurangan pajak yang diperoleh dari pemerintah yang mengizinkan bahwa bunga atas hutang dapat dikurangkan dalam menghitung pendapatan kena pajak.

Penggunaan dana dari sumber pinjaman sering dikaji dari segi rasio *leverage*. Rasio *leverage* adalah kemampuan suatu perusahaan dalam menjalankan aktivitasnya di mana dana yang dipakai bersumber dari hasil pinjaman. Kondisi yang memperkuat struktur modal perusahaan yang berasal dari pinjaman ini sangat dipengaruhi dari beberapa faktor.

Menurut Brigham & Houston (2001: 39), faktor-faktor yang berpengaruh dalam pengambilan keputusan struktur modal antara lain:

1) Stabilitas Penjualan

Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjuaiannya tidak stabil.

2) Struktur Aset

Perusahaan yang asetnya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan utang. Aset multi guna yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan merupakan jaminan yang baik, sedangkan aset yang hanya digunakan untuk tujuan tertentu tidak begitu baik untuk dijadikan jaminan.

3) *Leverage* Operasi

Perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar *leverage* keuangan karena ia akan membiayai risiko bisnis yang lebih kecil.

4) Tingkat Pertumbuhan

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Lebih jauh lagi, biaya pengembangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat utang. Namun pada saat yang sama perusahaan yang tumbuh dengan pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginannya untuk menggunakan utang.

5) Profitabilitas

Seringkali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil. Tingkat pengembaliannya yang tinggi memungkinkan mereka menggunakan dana yang dihasilkan secara internal.

6) Pajak

Bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan, dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi. Karena itu, makin tinggi tarif pajak perusahaan, makin besar manfaat penggunaan utang.

7) Pengendalian

Pengaruh utang lawan saham terhadap posisi pengendalian manajemen dapat memengaruhi struktur modal. Apabila manajemen saat ini

mempunyai hak suara untuk mengendalikan perusahaan tetapi sama sekali tidak diperkenankan untuk membeli saham tambahan, mereka akan memilih utang untuk pembiayaan baru. Di lain pihak, manajemen mungkin memutuskan untuk menggunakan ekuitas jika kondisi keuangan perusahaan sangat lemah sehingga penggunaan utang dapat membawa perusahaan pada risiko kebangkrutan, karena jika perusahaan jatuh bangkrut, para manajer tersebut akan kehilangan pekerjaan.

8) Sikap Manajemen

Sejumlah manajemen cenderung lebih konservatif daripada manajemen lainnya, sehingga menggunakan jumlah utang yang lebih kecil daripada rata-rata perusahaan dalam industri yang bersangkutan, sementara manajemen lain lebih cenderung menggunakan banyak utang dalam usaha mengejar laba yang lebih tinggi.

9) Sikap Pemberi Pinjaman dan Lembaga Penilai Peringkat

Tanpa memperhatikan analisis para manajer atas faktor - faktor *leverage* yang tepat bagi perusahaan mereka, sikap para pemberi pinjaman dan perusahaan penilai peringkat (*rating agency*) seringkali memengaruhi keputusan struktur keuangan. Dalam sebagian besar kasus, perusahaan membicarakan struktur modalnya dengan pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat serta sangat memperhatikan masukan yang diterima.

10) Kondisi Pasar

Kondisi pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka panjang dan pendek yang dapat sangat berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan yang optimal. Karena itu, perusahaan yang berperingkat

rendah yang membutuhkan modal terpaksa beralih ke pasar saham atau pasar utang jangka pendek, tanpa memperhatikan struktur modal yang ditargetkan.

11) Kondisi Internal Perusahaan

Kondisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkan.

12) Fleksibilitas Keuangan

Fleksibilitas keuangan jika dilihat dari sudut pandang operasional, berarti mempertahankan kapasitas cadangan yang memadai. Menentukan kapasitas cadangan yang memadai tersebut bersifat pertimbangan, tetapi hal itu jelas bergantung pada faktor-faktor seperti ramalan kebutuhan dana perusahaan, ramalan kondisi pasar modal, keyakinan manajemen atas ramalannya, dan berbagai akibat dari kekurangan modal.

Struktur modal memengaruhi nilai perusahaan dengan cara struktur modal yang didapatkan dari internal ataupun eksternal dapat menentukan nilai dari suatu perusahaan. Seperti saat menggunakan *pecking order theory* yaitu perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru punya tingkat hutang yang rendah karena perusahaan yang mempunyai *profitabilitas* yang tinggi memiliki dana internal yang lebih dari cukup.

3. Kebijakan Dividen

Pengertian kebijakan dividen menurut Martono dan Harjito (2010 : 253) yaitu: “ Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna

pembiayaan investasi di masa yang akan datang”. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Rasio ini menunjukkan presentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa berupa dividen kas.

Apabila laba perusahaan yang ditahan lebih besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Dengan demikian aspek penting dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang sesuai di antara pembayaran laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan perusahaan. Ketika perusahaan menetapkan suatu kebijakan dan memperhatikan sejumlah hal, pertimbangan-pertimbangan ini harus dikaitkan kembali ke teori pembayaran dividen dan penilaian perusahaan. Berikut ini beberapa pertimbangan manajerial dalam pembayaran dividen menurut Martono dan Harjito (2010: 255):

a. Kebutuhan Dana Bagi Perusahaan

Semakin besar kebutuhan dana perusahaan berarti semakin kecil kemampuan untuk membayar dividen. Penghasilan perusahaan akan digunakan terlebih dahulu untuk memenuhi dananya (semua proyek investasi yang menguntungkan) baru sisanya untuk pembayaran dividen.

b. Likuiditas Perusahaan

Likuiditas perusahaan merupakan salah satu pertimbangan utama dalam kebijakan dividen. Karena dividen merupakan arus kas keluar, maka semakin besar jumlah kas yang tersedia dan likuiditas perusahaan, semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Apabila manajemen ingin memelihara likuiditas dalam mengantisipasi adanya ketidakpastian dan agar

mempunyai fleksibilitas keuangan, kemungkinan perusahaan tidak akan membayar dividen dalam jumlah yang besar.

c. Kemampuan untuk Meminjam

Posisi likuiditas bukanlah satu-satunya cara untuk menunjukkan fleksibilitas dan perlindungan terhadap ketidakpastian. Apabila perusahaan mempunyai kemampuan yang tinggi untuk mendapatkan pinjaman, hal ini merupakan fleksibilitas keuangan yang tinggi sehingga kemampuan untuk membayar dividen juga tinggi. Jika perusahaan memerlukan pendanaan melalui hutang, manajemen tidak perlu mengkhawatirkan pengaruh dividen kas terhadap likuiditas perusahaan.

d. Pembatasan-pembatasan dalam Perjanjian Utang

Ketentuan perlindungan (*protective covenant*) dalam suatu perjanjian utang sering mencantumkan pembatasan terhadap pembayaran dividen. Pembatasan ini digunakan oleh para kreditor untuk menjaga kemampuan perusahaan tersebut membayar utangnya. Biasanya, pembatasan ini dinyatakan dalam presentase maksimum dari laba kumulatif. Apabila pembatasan ini dilakukan, maka manajemen perusahaan dapat menyambut baik pembatasan dividen yang dikenakan para kreditor, karena dengan demikian manajemen tidak harus mempertanggungjawabkan penahanan laba kepada para pemegang saham. Manajemen hanya perlu mentaati pembatasan tersebut.

e. Pengendalian Perusahaan

Apabila suatu perusahaan membayar dividen yang sangat besar, maka perusahaan mungkin menaikkan modal di waktu yang akan datang melalui penjualan sahamnya untuk membiayai kesempatan investasi yang

menguntungkan. Dengan bertambahnya jumlah saham yang beredar, ada kemungkinan kelompok pemegang saham tertentu tidak lagi dapat mengendalikan perusahaan karena jumlah saham yang mereka kuasai menjadi berkurang dari seluruh saham yang beredar. Oleh karena itu, dianggap berbahaya bila perusahaan terlalu besar membayar dividennya, sehingga pengendalian perusahaan menjadi berpindah tangan.

Menurut Brigham dan Houston (2011: 211), ada beberapa teori kebijakan dividen yang dikemukakan oleh para ahli keuangan seperti Modigliani dan Miller; serta Gordon dan Linter. Teori-teori tersebut di antaranya:

a. Teori Dividen Irelevan (*Dividend Irrelevant Theory*)

Miller dan Modigliani (MM) mengemukakan teori bahwa kebijakan dividen tidak berdampak pada harga saham maupun biaya modal suatu perusahaan; kebijakan dividen merupakan sesuatu yang irelevan (*irrelevant*). Miller dan Modigliani (MM) mengembangkan teori mereka berdasarkan sekumpulan asumsi yang ketat, dan berdasarkan asumsi tersebut mereka membuktikan bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh profitabilitas dasar dan risiko usahanya.

b. Teori Burung di Tangan (*Bird-in-the-Hand Theory*)

Teori di mana nilai perusahaan akan maksimal ataupun meningkat dengan rasio pembayaran dividen yang tinggi. Pendapat Gordon dan Lintner diberi nama *bird-in-the-hand theory*, karena menurut mereka investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain*. Gordon – Lintner beranggapan bahwa investor memandang satu burung lebih berharga daripada seribu burung di udara.

c. *Tax Preference Theory*

Teori ini berpendapat bahwa karena dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividen yield* yang tinggi. Teori ini menyarankan bahwa perusahaan lebih baik menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Salah satu kebijakan yang harus diambil oleh manajemen adalah memutuskan apakah laba yang diperoleh oleh perusahaan selama satu periode akan dibagi semua atau dibagi sebagian untuk dividen dan sebagian lagi tidak dibagi dalam bentuk laba ditahan. Menurut Sutrisno (2012: 268), ada beberapa bentuk pemberian dividen secara tunai atau *cash dividend* yang diberikan oleh perusahaan kepada pemegang saham. Bentuk kebijakan tersebut adalah:

a. Kebijakan Pemberian Dividen Stabil

Kebijakan pemberian dividen yang stabil ini artinya dividen akan diberikan secara tetap per lembarnya untuk jangka waktu tertentu walaupun laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi. Dividen stabil ini dipertahankan untuk beberapa tahun, dan kemudian bila laba yang diperoleh, meningkat dan peningkatannya mantap dan stabil, maka dividen juga akan ditingkatkan untuk selanjutnya dipertahankan selama beberapa tahun.

b. Kebijakan Dividen yang Meningkatkan

Dengan kebijakan ini, perusahaan akan membayarkan dividen kepada pemegang saham dengan jumlah yang selalu meningkat dengan pertumbuhan yang stabil.

c. Kebijakan Dividen dengan Ratio yang Konstan

Kebijakan ini memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh oleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh semakin besar dividen yang dibayarkan, demikian pula sebaliknya bila laba kecil dividen yang dibayarkan juga kecil.

d. Kebijakan Pemberian

Dividen reguler yang rendah ditambah ekstra kebijakan pemberian dividen. Dengan cara ini, perusahaan menentukan jumlah pembayaran dividen per lembar yang dibagikan kecil, kemudian ditambahkan dengan ekstra dividen bila keuntungannya mencapai jumlah tertentu.

Menurut Sutrisno (2012), semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham akan mengurangi kesempatan perusahaan untuk mendapatkan sumber dana intern dalam rangka mengadakan reinvestasi, sehingga dalam jangka panjang akan menurunkan nilai perusahaan, sebab pertumbuhan dividen akan semakin berkurang. Oleh karena itu tugas manajer keuangan untuk bisa menentukan kebijakan dividen yang optimal agar bisa menjaga nilai perusahaan.

Adapun faktor-faktor yang memengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham antara lain adalah:

a. Posisi Solvabilitas Perusahaan

Apabila perusahaan dalam kondisi insolvensi atau solvabilitasnya kurang menguntungkan, biasanya perusahaan tidak membagikan laba. Hal ini disebabkan laba yang diperoleh lebih banyak digunakan untuk memperbaiki posisi struktur modalnya.

b. Posisi Likuiditas Perusahaan

Cash dividend merupakan arus kas keluar bagi perusahaan, oleh karena itu bila perusahaan membayarkan dividen berarti harus bisa menyediakan uang kas yang cukup banyak dan ini akan menurunkan tingkat likuiditas perusahaan. Bagi perusahaan yang kondisi likuiditasnya kurang baik, biasanya *dividend payout ratio* nya kecil, sebab sebagian besar laba digunakan untuk menambah likuiditasnya. Namun perusahaan yang sudah mapan dengan likuiditas yang baik cenderung memberikan dividen lebih besar.

c. Kebutuhan untuk Melunasi Utang

Salah satu sumber dana perusahaan adalah dari kreditor berupa utang, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Semakin banyak utang yang harus dibayar semakin besar dana yang harus disediakan sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Di samping itu, dengan jatuh temponya utang, berarti dana utang tersebut harus diganti. Alternatif mengganti dana uang bisa dengan mencari utang baru atau *me-roll-over* utang, dan juga bisa dengan sumber dana intern dengan cara memperbesar laba ditahan. Hal ini tentunya akan memperkecil *dividend payout ratio*.

d. Rencana Perluasan

Perusahaan yang berkembang ditandai dengan semakin pesatnya pertumbuhan perusahaan, dan hal ini bisa dilihat dari perluasan yang dilakukan oleh perusahaan. Semakin pesat pertumbuhan perusahaan, juga semakin pesat perluasan yang dilakukan. Konsekuensinya semakin besar kebutuhan dana untuk membiayai perluasan tersebut. Kebutuhan dana dalam rangka ekspansi tersebut bisa dipenuhi baik dari utang, menambah modal sendiri yang berasal dari pemilik, dan salah satunya juga bisa diperoleh dari *internal resources*

berupa memperbesar laba ditahan. Dengan demikian semakin pesat perluasan yang dilakukan perusahaan semakin kecil *dividend payout rasionya*.

e. Kesempatan Investasi

Kesempatan investasi juga merupakan faktor yang memengaruhi besarnya dividen yang akan dibagi. Semakin terbuka kesempatan investasi semakin kecil dividen yang dibayarkan sebab dananya digunakan untuk memperoleh kesempatan investasi. Namun bila kesempatan investasi kurang baik, maka dananya lebih banyak akan digunakan untuk membayar dividen.

f. Stabilitas Pendapatan

Bagi perusahaan yang pendapatannya stabil, dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham lebih besar dibanding dengan perusahaan yang pendapatannya tidak stabil. Perusahaan yang pendapatannya stabil tidak perlu menyediakan kas yang banyak untuk berjaga-jaga, sedangkan perusahaan yang pendapatannya tidak stabil harus menyediakan uang kas yang cukup besar untuk berjaga-jaga.

g. Pengawasan Terhadap Perusahaan

Kadang-kadang pemilik tidak mau kehilangan kendali terhadap perusahaan. Apabila perusahaan mencari sumber dana dari modal sendiri, kemungkinan akan masuk investor baru dan ini tentunya akan mengurangi kekuasaan pemilik lama dalam mengendalikan perusahaan. Jika dibelanjai dari utang risikonya cukup besar. Oleh karena itu perusahaan cenderung tidak membagi dividennya agar pengendalian tetap berada di tangannya.

Menurut Sundjaja dan Barlian (2002: 342), besarnya laba yang dibagikan kepada pemegang saham disebut *dividend payout*. *Dividend payout ratio* (DPR)

menentukan jumlah laba yang dapat ditahan perusahaan sebagai sumber pembelanjaan. *Dividend payout ratio* (DPR) adalah presentase dari setiap rupiah yang hasilnya dibagikan kepada pemilik dalam bentuk tunai, dihitung dengan membagi dividen kas per saham dengan laba per saham. Semakin tinggi rasio ini akan menguntungkan para investor tetapi akan memperlemah *internal financial* perusahaan karena memperkecil laba ditahan. Sebaliknya rasio yang semakin kecil akan merugikan para pemegang saham (investor) tetapi *internal financial* perusahaan akan semakin kuat. *Dividend payout ratio* (DPR) menurut Sartono (2005: 75) adalah: "Persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen, atau rasio antara laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham". Pengertian *dividend payout ratio* (DPR) menurut Gitman (2006: 611) adalah: "*Dividend payout ratio indicates the percentage of each earned that is distributed to the owners in the form of cash. It is calculate by dividing the firm cash dividend per share by earning per share*". *Dividend payout ratio* (DPR) mengindikasikan persentase dari setiap dolar yang akan diperoleh yang dibagikan kepada pemilik saham dalam bentuk tunai. Pembagiannya dihitung dengan membagikan dividen dalam bentuk kas per lembar saham dengan laba per lembar saham. *Dividend payout ratio* (DPR) melihat bagian pendapatan dari perusahaan yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen, yang dihitung dengan membagi dividen per lembar saham dengan pendapatan per lembar saham. Rumus *dividend payout ratio* (DPR) menurut Fahmi (2013: 139) adalah:

$$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

Keterangan:

Dividend Per Share = Dividend per lembar saham

Earning Per Share = Pendapatan Per Lembar Saham

Kebijakan dividen merupakan keputusan pembayaran dividen yang mempertimbangkan maksimalisasi harga saham saat ini dan periode mendatang. Dalam penentuan besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan kepada perusahaan yang sudah merencanakan dengan menetapkan target *dividend payout ratio* (DPR) didasarkan atas perhitungan keuntungan yang diperoleh setelah dikurangi pajak. Untuk dapat membayar dividen dapat dibuat suatu rencana pembayaran. Brigham (1999) menjelaskan bahwa:

- a. Perusahaan mempunyai target *dividend payout ratio* jangka panjang
- b. Manajer memfokuskan pada tingkat pertumbuhan dividen daripada tingkat absolut.
- c. Perubahan dividen yang meningkat dalam jangka panjang, untuk menjaga penghasilan.
- d. Manajer bebas membuat perubahan dividen untuk keperluan cadangan.

Penentuan besarnya *dividend payout ratio* akan menentukan besar kecilnya laba yang ditahan. Setiap ada penambahan laba yang ditahan berarti ada penambahan modal sendiri dalam perusahaan yang diperoleh dengan biaya murah.

Rozeff (1982) dan Easterbook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang

dikendalikan oleh manajemen. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham maka *free cash flow* dalam perusahaan makin kecil. Hal ini mengakibatkan manajemen harus memikirkan untuk memperoleh sumber dana dari luar yang dapat saja berupa hutang. Dengan demikian, semakin tinggi dividen yang dibayarkan maka kemungkinan perusahaan melakukan kebijakan hutang akan semakin tinggi.

4. Pertumbuhan Perusahaan

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, dalam hubungannya dengan *leverage*, sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya karena penggunaan hutang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara teratur. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai dividen tetapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. Sartono (2001) menyatakan semakin besar biaya *research and development*-nya maka berarti ada prospek perusahaan untuk tumbuh.

Pertumbuhan adalah dampak dari arus dana perusahaan karena adanya perubahan operasional yang disebabkan oleh kenaikan atau penurunan volume usaha (Helfert, 1997). Pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal perusahaan, karena pertumbuhan yang baik sebagai tanda dari perkembangan perusahaan. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan

suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan dan investor pun akan mengharapkan tingkat pengembalian dari investasi yang dilakukan menunjukkan perkembangan yang baik.

Wardany (2007) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh langsung dan positif terhadap perubahan harga saham, yang artinya bahwa informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan direspon positif oleh investor, sehingga akan meningkatkan harga saham.

5. *Free Cash Flow*

a. Definisi

Menurut Jensen (1986) "*free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital*" yang artinya *free cash flow* adalah aliran kas yang dibutuhkan untuk mendanai semua kegiatan di mana memiliki nilai saat ini yang positif setelah dikurangi modal kerja. Brigham dan Houston (2001) menyatakan salah satu unsur penting dalam penilaian perusahaan adalah *free cash flow*, yang menggambarkan seberapa kas yang tersedia untuk dibagikan kepada investor.

Free cash flow berbeda dari laba bersih, setidaknya dalam dua hal, yakni: (1) semua biaya non kas ditambahkan kembali ke laba bersih untuk mendapatkan aliran kas dari operasi, sehingga sehingga kemungkinan besar laba yang dilaporkan lebih rendah dari aliran kas dan (2) *free cash flow* terhadap ekuitas merupakan arus kas *residual* setelah memenuhi pengeluaran modal dan modal kerja yang dibutuhkan, sedang laba bersih tidak mencakup keduanya. Akibatnya perusahaan yang sedang tumbuh mempunyai pengeluaran modal dan modal kerja

yang signifikan kemungkinan melaporkan laba yang positif dan bertumbuh, tetapi dengan arus kas terhadap ekuitas yang negatif (Brigham dan Gapenski, 1988).

b. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan

Konflik antara pemegang saham dengan manajer berhubungan dengan *free cash flow* (Jensen, 1986). *Free cash flow* dalam konteks ini didefinisikan sebagai aliran kas tersisa setelah semua usulan investasi dengan *net present value* (NPV) positif didanai. Ross (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur dan pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi aset tetap karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan untuk kepentingan manajemen yang dapat merugikan pemegang saham.

Keown (2010) mengatakan bahwa jika perusahaan mempunyai *free cash flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang buruk bagi pihak manajemen, yang berakibat pada naiknya *agency cost*.

Masqudi dan Ambon (2004) mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* dalam jumlah yang besar akan lebih baik dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*, ini dimaksudkan agar *free cash flow* yang ada tidak digunakan untuk mendanai proyek yang tidak menguntungkan, sehingga ketersediaan dana dapat dipakai untuk kemakmuran pemegang saham.

Puspita (2009) menemukan bahwa *cash ratio* memiliki koefisien positif, ini berarti bila *cash ratio* meningkat maka *dividen payout ratio* yang dibagikan juga

positif atau meningkat. *Free cash flow* mempunyai hubungan yang positif terhadap *dividend payout ratio* (Handoko, 2002), dengan anggapan bahwa semakin banyak *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka dividen yang dibayarkan juga semakin tinggi, yang berarti juga mengurangi masalah keagenan.

B. Penelitian Terdahulu Dan Pengembangan Hipotesis

Shin dan Stulz (2002) menunjukkan bahwa perubahan *systematic equity risk* berhubungan positif terhadap pertumbuhan nilai perusahaan. Perubahan *unsystematic equity risk* berhubungan negatif terhadap perubahan nilai perusahaan. Hubungan negatif antara perubahan *total equity risk* terhadap perubahan nilai perusahaan, yang berarti bahwa dengan adanya kesempatan pertumbuhan pada perusahaan kecil akan mengurangi dampak yang merugikan dari peningkatan risiko terhadap nilai perusahaan. Hubungan positif antara perubahan *total equity risk* terhadap nilai perusahaan, yang berarti bahwa dengan adanya kesempatan pertumbuhan pada perusahaan besar maka perusahaan tersebut dapat dengan mudah akses ke pasar modal dan skala ekonomi dari risiko manajemen.

Menurut Ross (2000), *free cash flow* biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Manajer menginginkan dana tersebut disalurkan dalam proyek-proyek yang dapat memberi tambahan keuntungan bagi perusahaan, pemegang saham menginginkan kelebihan dana tersebut dibagikan dalam bentuk dividen. Salah satu solusi untuk mengurangi konflik tersebut dengan menambah hutang karena *free cash flow* dalam perusahaan digunakan untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan yang

merugikan pemegang saham. Berdasarkan asumsi tersebut adanya hubungan antara *free cash flow* terhadap nilai perusahaan adalah nilai positif.

Solihah dan Taswan (2002), menunjukkan bukti bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil tersebut konsisten dengan temuan Modigliani dan Miller (1963) bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan.

Sugihen (2003), menunjukkan bahwa struktur modal secara langsung tidak berpengaruh positif terhadap aktivitas investasi, struktur modal secara langsung berpengaruh positif terhadap aktivitas operasi, struktur modal secara tidak langsung berpengaruh positif tidak signifikan terhadap produktivitas aset melalui aktivitas investasi, struktur modal secara tidak langsung berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan melalui aktivitas operasi. Produktivitas aset secara langsung berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan, produktivitas aset secara langsung berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, kinerja keuangan secara langsung berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, struktur modal berpengaruh tidak langsung negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini berlawanan dengan prediksi *trade-off theory*.

Wahyudi dan Hartini (2006), melakukan penelitian yang hasilnya menunjukkan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi dan keputusan pendanaan tetapi pada kebijakan dividen, struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan. Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai

perusahaan, tetapi keputusan investasi dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui keputusan pendanaan.

Hasnawati (2005), menunjukkan bahwa keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan dividen secara langsung memengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan dividen secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan. Keputusan investasi memengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan pendanaan.

Wardany (2007), menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap perubahan harga saham yang berarti informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan direspon positif oleh investor, sehingga harga saham akan meningkat.

Brown (1996), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan, sedangkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Menurut Jensen (1986) *free cash flow* secara individu mempunyai pengaruh terhadap pembayaran dividen tunai dan kebijakan hutang perusahaan. Namun, pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang lebih signifikan.

Wardany (2007) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap perubahan harga saham. Dalam *trade-off theory* mengasumsikan bahwa semakin besar penggunaan rasio hutang dalam struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan asumsi tersebut terdapat hubungan antara tingkat pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan.

Penelitian Syafrida (2008), menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh secara negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan..

C. Kerangka Konseptual

Trade-off theory menjelaskan jika setiap posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan hutang akan menaikkan nilai perusahaan dan sebaliknya jika posisi struktur modal berada diatas titik optimal maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu dengan asumsi titik target struktur modal optimal belum tercapai, maka menurut *trade-off theory* terdapat hubungan positif terhadap terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan keputusan pembayaran dividen yang mempertimbangkan maksimalisasi harga saham saat ini dan periode mendatang. Kebijakan dividen yang diambil merupakan suatu hal yang penting, bukan saja menyangkut kepentingan perusahaan tetapi juga kepentingan pemegang saham, para pegawai dan masyarakat. Ini menunjukkan adanya suatu sumber dana digunakan untuk berbagai aspek dan tujuan ekonomis sendiri-sendiri. Oleh karena itu selalu akan terjadi tarik menarik agar memperoleh porsi yang lebih besar (Hermeidianto, 2001). Kebijakan dividen bermula dari bagaimana perlakuan manajemen terhadap keuntungan yang diperoleh perusahaan setelah pajak, dibagikan kepada investor dalam bentuk dividen dan sebagian lagi merupakan laba ditahan. Rozeff (1982) dan Easterbook (1984) dalam penelitian Kurniati (2008) menyatakan bahwa pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang akan dikendalikan oleh manajemen.

Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham maka *free cash flow* dalam perusahaan semakin kecil. Hal ini mengakibatkan manajemen harus memikirkan sumber dana dari luar. Dengan demikian semakin tinggi dividen yang dibayarkan maka kemungkinan perusahaan melakukan kebijakan hutang akan semakin tinggi. Reaksi pasar akan positif terhadap kenaikan dividen, dan akan negatif terhadap penurunan dividen. Berdasarkan asumsi tersebut ada hubungan antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

D. Pengembangan Hipotesis

1. Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang melimpah. Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Menurut *pecking order theory*, terdapat sekenario urutan dalam memilih sumber pendanaan yaitu:

- a. Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana internal. Dana internal tersebut diperoleh dari kegiatan operasional perusahaan.
- b. Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan lebih memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen dan yang terakhir saham biasa.
- c. Terdapat kebijakan dividen yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung dan rugi.

- d. Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan dividen yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia.

Pecking order theory menjelaskan urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. *Pecking order theory* ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang kecil. Penerbitan saham baru merupakan langkah terakhir sebab penerbitan saham baru merupakan tanda atau *signal* bagi pemegang saham dan calon investor tentang kondisi perusahaan saat sekarang dan prospek yang tidak baik. Oleh karena itu, dengan asumsi titik target struktur modal optimal belum tercapai maka berdasarkan *pecking order theory* terdapat adanya hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan.

Teori *trade-off* menjelaskan bahwa peningkatan rasio hutang pada struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar tarif pajak dikalikan dengan jumlah hutang. Solihah dan Taswan (2002) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan temuan Modigliani dan Miller (MM) pada tahun 1963 bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasnawati (2005) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. *Trade-off theory* menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka

setiap penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, dan sebaliknya jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Dengan mempertimbangkan hubungan antar variabel struktur modal dengan nilai perusahaan dan penelitian terdahulu, maka dapat diambil hipotesis:

H_1 : Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2. Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Ada tiga kelompok dimana kelompok pertama Modigliani dan Miller (MM) berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak relevan yang berarti tidak ada kebijakan dividen yang optimal karena dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan. Kelompok kedua adalah pendapat Gordon-Lintner yaitu dividen lebih kecil risikonya dari pada *capital gain*, sehingga dividen setelah pajak menawarkan *dividen yield* yang lebih tinggi akan meminimumkan biaya modal. Kelompok ketiga adalah karena dividen cenderung dikenakan pajak daripada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividend yield* yang tinggi. Kelompok ini menyarankan bahwa dengan *dividend payout ratio* (DPR) yang lebih rendah akan memaksimalkan nilai perusahaan. Ketiga pendapat tersebut nampak bertentangan, namun pembayaran dividen sering diikuti oleh kenaikan harga saham. Kenaikan pembayaran dividen dilihat sebagai *signal* bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Sebaliknya penurunan pembayaran dividen akan dilihat sebagai prospek perusahaan yang buruk.

Ross (2000) mengungkapkan bahwa terdapat tiga syarat yang perlu diperhatikan dalam mengoptimalkan kebijakan dividen sebagai suatu pemberi

isyarat, yaitu: 1) manajemen harus selalu memiliki insentif yang sesuai untuk mengirimkan *signal* yang jujur, meskipun beritanya buruk; 2) *signal* dari perusahaan yang sukses tidak mudah diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang tidak atau kurang sukses; 3) *signal* itu harus memiliki hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati.

Suatu implikasi yang dapat diuji dari model-model pemberian isyarat adalah bahwa perubahan dividend dan perubahan *earning* bergerak ke arah yang sama. Jensen (2001) menyatakan bahwa manajer dan pemegang saham selalu berbeda kepentingan yang dikenal dengan konflik keagenan. Lebih lanjut, Jensen menyatakan bahwa salah satu masalah antara manajer dan pemegang saham yaitu pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen daripada diinvestasikan lagi sementara sebaliknya bagi manajer. Dengan demikian hipotesis yang dapat dibangun adalah:

H₂: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

3. Pertumbuhan Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, dalam hubungannya dengan *leverage*, sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham dengan manajer perusahaan, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaan karena penggunaan hutang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara teratur. Pertumbuhan perusahaan yang cepat membutuhkan dana yang semakin besar juga kebutuhan dana untuk ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk

menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai dividen tapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. Realisasi pertumbuhan perusahaan diproksikan dengan nilai pertumbuhan perusahaan yang meliputi pertumbuhan aset dan ekuitas (Kallapur dan Trombley, 1999). Aset perusahaan menunjukkan keputusan penggunaan dana atau keputusan untuk berinvestasi. Aset didefinisikan sebagai sumber daya yang mempunyai potensi memberikan masa manfaat ekonomis untuk perusahaan dimasa yang akan datang. Sumber daya tersebut akan diakui sebagai aset perusahaan memperoleh hak penggunaan aset tersebut sebagai hasil transaksi dan pertukaran pada masa lalu serta manfaat ekonomi masa mendatang bisa diukur, dikuantifikasikan dengan tingkat ketepatan yang memadai. Sumber daya yang menghasilkan aliran kas masuk atau mengurangi kemampuan kas keluar disebut sebagai aset.

Menurut Helfert (1997), pertumbuhan adalah dampak dari arus dana dari perubahan operasional yang disebabkan oleh kenaikan atau penurunan volume usaha. Pertumbuhan perusahaan diharapkan oleh pihak-pihak yang berhubungan dengan perusahaan karena pertumbuhan yang baik memberi tanda bagi perkembangan perusahaan. Sudut pandang investor pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki prospek yang menguntungkan, dan investor pun mengharapkan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi yang dilakukan menunjukkan perkembangan yang baik. Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh langsung dan positif terhadap perubahan harga saham, artinya bahwa informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan direspon positif oleh investor sehingga akan meningkatkan harga saham (Wardany, 2007).

Dari *packing order theory* tersirat makna bahwa pertumbuhan perusahaan secara langsung memengaruhi nilai perusahaan.

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

Nilai perusahaan yang dibentuk dari indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Peningkatan dividen dilakukan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal dan perbankan.

Dividen mengandung informasi atau sebagai syarat prospek perusahaan (Rozeff, 1982). Masulis (1980) melakukan penelitian dalam kaitannya dengan relevansi keputusan pendanaan, menemukan sehari sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan proporsi hutang terjadi kenaikan *abnormal return*, sebaliknya pada saat perusahaan mengumumkan proporsi hutang berpengaruh pada penurunan *abnormal return*. Dengan demikian hipotesis yang dapat dibangun adalah:

H₃: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

4. *Free cash flow* dan Nilai perusahaan

Ross et.al. (2000) mendefinisikan bahwa *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat di distribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Ali (2002) menemukan bahwa *earnings response coefficients* akan meningkat seiring dengan naiknya rasio pembayaran dividen terutama pada perusahaan yang mempunyai *free cash flow* besar. Beberapa penelitian memberikan bukti yang mendukung bahwa terdapat hubungan yang positif antara pendanaan yang bersumber dari utang dan ukuran perusahaan (Titman dan Wessels, 1988). Bukti empirisnya menyatakan bahwa hubungan antara *free cash flow* dengan utang dimoderasi oleh ukuran perusahaan. Oleh karena itu, hubungan yang diharapkan antara *free cash flow* dan utang akan lebih valid untuk perusahaan besar dengan kesempatan pertumbuhan yang rendah.

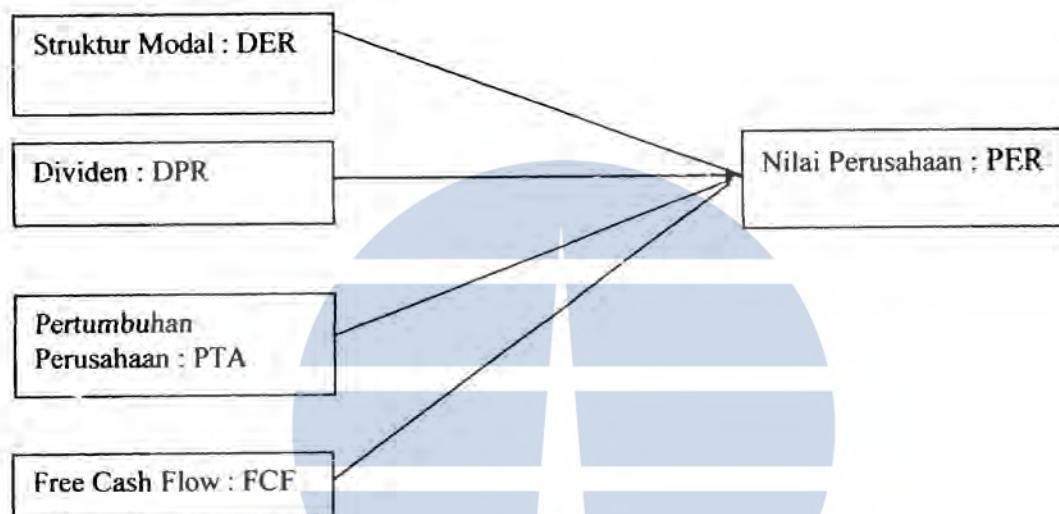
Free cash flow hypothesis yang di sampaikan oleh Jensen (1986) menyebutkan bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang lebih tinggi memiliki *free cash flow* yang rendah karena sebagian besar dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek yang memiliki nilai *net present value* (NPV) yang positif. Gull dan Jaggi (1999) menyatakan bahwa hubungan antara utang dengan *free cash flow* adalah positif dan secara statistik signifikan untuk perusahaan dengan pertumbuhan rendah. Smith dan Watts (1992) menyatakan peluang pertumbuhan perusahaan terlihat pada kesempatan investasi yang diproksikan dengan berbagai kombinasi nilai setiap kesempatan investasi.

Free cash flow suatu perusahaan sangat memengaruhi nilai perusahaan, di mana jika *free cash flow* meningkat, maka hal ini akan menunjukkan kemampuan

perusahaan dalam membayar dividen juga semakin meningkat, sehingga meningkatkan kepercayaan para investor terhadap kinerja perusahaan. Dengan meningkatnya *free cash flow* juga akan meningkatkan harapan dividen yang akan diterima oleh investor, sehingga terdapat kemungkinan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap pendapatan dividen yang memberikan nilai yang baik bagi perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang dapat dibangun adalah:

H₄ : *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

E. Kerangka Berpikir



Gambar 2.1

Kerangka berpikir

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Desain penelitian

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif yaitu mencari hubungan sebab akibat. Objek penelitian adalah perusahaan yang tercatat dalam LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011 sampai dengan tahun 2015. Model yang digunakan adalah regresi linier berganda (*multiple regression*).

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data yang telah dikumpulkan oleh lembaga pengumpul data serta dipublikasikan pada masyarakat pengguna. Data tersebut merupakan data *time series* periode 2012-2015, yang diperoleh melalui Bursa Efek Indonesia (BEI). Dalam penelitian ini variable dependennya adalah nilai perusahaan, sedangkan variable independennya adalah struktur modal, kebijakan dividen, pertumbuhan dan *free cash flow*.

Dalam penelitian ini metode yang digunakan dalam pengumpulan data adalah metode dokumentasi, yaitu dengan mengambil data tertulis yang berhubungan dengan Nilai Perusahaan, struktur modal, kebijakan dividen, pertumbuhan dan *free cash flow*. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder atau data tidak langsung. Sumber data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 2012- 2015 serta melalui situs www.idx.co.id yang mencantumkan laporan keuangan perusahaan.

B. Sumber informasi

Dalam penelitian ini populasi yang digunakan adalah perusahaan yang tercatat dalam LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011 sampai dengan tahun

2015, Perusahaan-perusahaan LQ45 merupakan suatu forum yang didalamnya berisi perusahaan-perusahaan yang saham-sahamnya memiliki tingkat likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi. Berdasarkan informasi yang diperoleh dari *Indonesia Stock Exchange (Bursa Efek Indonesia)* jumlah populasi adalah 45 perusahaan. Jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 40 perusahaan dengan tidak memasukkan 5 perusahaan perbankan dalam penelitian ini, karena perusahaan tersebut keuangannya diatur oleh pemerintah yang karakteristiknya berbeda dari perusahaan lainnya. Alasan pemilihan sampel perusahaan adalah LQ45 suatu forum yang didalamnya berisi perusahaan – perusahaan yang saham – sahamnya memiliki tingkat likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi. Tidak sembarang perusahaan yang dapat masuk dalam kriteria LQ45. Perusahaan – perusahaan yang ingin masuk dalam daftar LQ45 harus memiliki berbagai kriteria yang harus dipenuhi, antara lain :

- a. Saham tersebut harus masuk dalam ranking 60 besar dari total transaksi saham di pasar reguler (yang dilihat adalah rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
- b. Saham tersebut juga harus masuk ke dalam jajaran teratas dalam peringkat berdasarkan kapitalisasi pasar (yang dilihat adalah rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir).
- c. Saham tersebut harus tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama minimal 3 bulan.
- d. Keadaan keuangan perusahaan dan prospek pertumbuhan dari perusahaan pemilik saham harus baik begitu juga frekuensi dan jumlah hari perdagangan transaksi di pasar regulernya juga harus baik.

Tabel 3 .1 Daftar Sampel Perusahaan LQ45

NO	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan
1	Astra Agro Lestari Tbk.	AALI
2	Adhi Karya (Persero) Tbk	ADHI
3	ADARO ENERGY Tbk	ADRO
4	AKR Corporindo Tbk	AKRA
5	Aneka Tambang (Persero) Tbk	ANTM
6	Astra International Tbk	ASII
7	ALAM SUTERA REALTY Tbk	ASRI
8	Global Mediacom Tbk	BMTR
9	Bumi Serpong Damai Tbk	BSDE
10	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	CPIN
11	Ciputra Development Tbk	CTRA
12	XL Axiata Tbk	EXCL
13	Gudang Garam Tbk	GGRM
14	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP
15	Vale Indonesia Tbk	INCO
16	Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF
17	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	INTP
18	Indo Tambangraya Megah Tbk	ITMG
19	Jasa Marga Tbk	JSMR
20	Kalbe Farma Tbk	KLBF
21	Lippo Karawaci Tbk	LPKR
22	Matahari Department Store Tbk	LPPF
23	PP London Sumatra Indonesia Tbk	LSIP
24	Media Nusantara Citra Tbk	MNCN
25	Matahari Putra Prima Tbk	MPPA
26	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	PGAS

27	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	PTBA
28	PP (Persero) Tbk	PTPP
29	Pakuwon Jati Tbk	PWON
30	Surya Citra Media Tbk	SCMA
31	PT Siloam International Hospitals Tbk.	SILO
32	Semen Indonesia (Persero) Tbk	SMGR
33	Summarecon Agung Tbk	SMRA
34	PT Sawit Sumbermas Sarana Tbk.	SSMS
35	PT Tower Bersama Infrastructure Tbk	TBIG
36	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	TLKM
37	United Tractors Tbk	UNTR
38	Unilever Indonesia Tbk	UNVR
39	Wijaya Karya Tbk	WIKA
40	Waskita Karya (Persero) Tbk	WSKT

C. Instrumen Penelitian

Variabel-variabel penelitian yang diperlukan dalam penelitian ini terdiri atas :

1. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diukur dengan *market book ratio* (MBR). *Market to book ratio* adalah perbandingan antara harga pasar perlembar saham terhadap nilai buku ekuitas per lembar saham (Brigham and Gapenski, 1988).

$$\text{MBR} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per share}}$$

2. Struktur Modal

Struktur modal adalah perbandingan antara total hutang perusahaan terhadap total ekuitas perusahaan. Untuk mengukur struktur modal

menggunakan *debt to equity ratio* (DER). *Debt to equity ratio* (DER) menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas (Brigham, 1999).

DER =	Total Hutang
	Total Ekuitas

3. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen dikonfirmasi melalui *dividend payout ratio* (Kallapur dan Trombley, 1999). *Dividend payout ratio* (DPR) adalah rasio pembayaran dividen yaitu persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas (Brigham dan Gapenski, 1996).

DPR =	Dividen per lembar saham
	Laba per lembar saham

4. Pertumbuhan Perusahaan

Perubahan total aset adalah indikasi pertumbuhan suatu perusahaan. Perubahan total aset perusahaan adalah selisih total aset yang dimiliki oleh perusahaan pada periode sekarang dengan periode sebelumnya.

Perubahan Total Aktiva (PTA) =	Total aset	-	Total aset
	$\frac{\quad}{n-1}$		$\frac{\quad}{n-1}$
	$\frac{\quad}{\text{Total Aktiva}}$		
	$\frac{\quad}{n-1}$		

5. Free Cash Flow

Free cash flow merupakan kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value positif*. *Free cash flow* dalam penelitian ini sebagai variabel bebas yang digunakan untuk mengetahui

pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross (2000), yaitu:

$$\text{FCF} = \text{AKO} - \text{PM} - \text{NCW}$$

Keterangan:

- FCF = *Free cash flow*
AKO = Aliran kas operasional perusahaan
PM = Pengeluaran modal perusahaan
NCW = Modal kerja bersih perusahaan

Aliran kas operasional adalah kas dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dari aktivitas pendanaan. Pengeluaran modal adalah pengeluaran bersih pada aset tetap yaitu aset tetap bersih akhir periode dikurangi aset tetap bersih pada awal periode, sedangkan modal kerja bersih adalah selisih antara jumlah aset lancar dengan utang lancar pada tahun yang sama.

D. Prosedur Pengumpulan Data

Prosedur pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas struktur aset, dari laporan keuangan perusahaan properti periode 2012-2015. Prosedur pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Metode dokumentasi adalah pengumpulan data dengan dokumen yang dapat berupa laporan keuangan yang telah dikumpulkan dan dipublikasikan. Prosedur pengumpulan data diambil melalui laporan keuangan yang dipublikasikan melalui IDX (*Indonesian Stock Exchange*).

E. Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda, yaitu analisis regresi yang mampu menjelaskan hubungan antara variabel terikat (*dependen*) dengan variabel bebas (*independen*) yang lebih dari satu (Nafarin, 2007). Analisis regresi linier berganda dalam penelitian ini digunakan untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas dan struktur aset, terhadap struktur modal pada perusahaan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2015.

Metode analisis data untuk mengetahui variabel yang mempengaruhi *Debt to equity ratio* pada perusahaan properti digunakan persamaan umum regresi linier berganda:

$$DER = \alpha + \beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{Roe} + \beta_3 \text{CR} + \beta_4 \text{S.A} + e$$

Keterangan :

α : Konstanta

$\beta_{1,2,3,4,5}$: Penaksiran koefisien regresi

e : Variabel Residual (tingkat kesalahan)

1. Uji asumsi klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui apakah regresi bisa dilakukan atau tidak. Data penelitian ini menggunakan data sekunder, sehingga untuk menentukan ketetapan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang digunakan.

a). Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Uji statistik yang dapat

dilakukan untuk mendeteksi apakah residual terdistribusi normal atau tidak adalah uji statistik non-parametrik *Kolmogorov-Smirnov* (Uji K-S). Seperti diketahui bahwa uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Kalau asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil (Ghozali, 2011). Uji K-S dilakukan dengan membuat hipotesis:

1. Apabila probabilitas nilai Z uji K-S signifikan secara statistik maka H_0 ditolak yang berarti data tersebut terdistribusi tidak normal.
2. Apabila probabilitas nilai Z uji K-S tidak signifikan secara statistik maka H_0 diterima yang berarti data tersebut terdistribusi normal.

Cara lain untuk melihat normalitas adalah melihat histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal serta melihat *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal yang membentuk garis diagonal.

Dasar pengambilan keputusan dalam melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik *normal probability plot* (Ghozali, 2011) adalah :

1. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan/atau tidak mengikuti arah garis diagonal, atau grafik histogram tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

b). Uji Multikolinearitas

Menurut Ghozali (2011) uji multikoleniaritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (*independen*), jika terdapat korelasi yang cukup kuat akan menyebabkan problem multikolinieritas. Regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel independen. Identifikasi secara statistik untuk menunjukkan ada tidaknya gejala multikolinieritas dapat dilakukan dengan melihat nilai VIF (*variance inflation Factor*). *Tolerance* mengukur variabel bebas terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena $VIF = 1 / tolerance$) dan menunjukkan adanya kolinearitas yang tinggi. Nilai *cut off* yang umum dipakai adalah nilai *tolerance* $> 0,10$ atau nilai VIF yang berada di bawah nilai 10. Jadi multikolinearitas terjadi jika nilai *tolerance* $< 0,10$ atau nilai VIF > 10 .

c). Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi adalah untuk melihat apakah terjadi korelasi antara suatu periode t dengan periode sebelumnya ($t-1$). Secara sederhana adalah bahwa analisis regresi adalah untuk melihat pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat, jadi tidak boleh ada korelasi antara observasi dengan data observasi sebelumnya. Sebagai contoh adalah pengaruh antara tingkat inflasi bulanan terhadap nilai tukar rupiah terhadap *dollar*. Data tingkat inflasi pada bulan tertentu, katakanlah bulan Februari, akan dipengaruhi oleh tingkat inflasi bulan Januari. Berarti terdapat gangguan autokorelasi pada model tersebut. Contoh lain, pengeluaran rutin dalam suatu rumah tangga. Ketika pada bulan Januari suatu keluarga mengeluarkan belanja bulanan yang relatif tinggi,

maka tanpa ada pengaruh dari apapun, pengeluaran pada bulan Februari akan rendah.

Uji autokorelasi hanya dilakukan pada data *time series* (runtut waktu) dan tidak perlu dilakukan pada data *cross section* seperti pada kuesioner di mana pengukuran semua variabel dilakukan secara serempak pada saat yang bersamaan.

Model regresi pada penelitian di Bursa Efek Indonesia di mana periodenya lebih dari satu tahun biasanya memerlukan uji autokorelasi. Beberapa uji statistik yang sering dipergunakan adalah uji *Durbin-Watson*, uji dengan *Run Test* dan jika data observasi di atas 100 data sebaiknya menggunakan uji *Lagrange Multiplier*. Beberapa cara untuk menanggulangi masalah autokorelasi adalah dengan mentransformasikan data atau bisa juga dengan mengubah model regresi ke dalam bentuk persamaan beda umum (*generalized difference equation*). Selain itu juga dapat dilakukan dengan memasukkan variabel lag dari variabel terikatnya menjadi salah satu variabel bebas, sehingga data observasi menjadi berkurang 1.

d). Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah suatu asumsi kritis dari model regresi linier klasik yaitu gangguan atau residual penelitian memiliki varians yang berbeda. Jika asumsi ini tidak dipenuhi dalam suatu model linear maka model penelitian ini kurang baik. Model regresi baik apabila tidak terjadi heteroskedastisitas.

Menurut Ghazali (2011) uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika varians residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut

heteroskedastisitas. Cara menguji ada tidaknya heteroskedastisitas, yaitu dengan menggunakan analisis grafik. Pengujian *scatter plot*, model regresi yang tidak terjadi heteroskedastisitas harus memenuhi syarat sebagai berikut :

- a. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
- b. Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.
- c. Penyebaran titik-titik data tidak boleh membentuk pola bergelombang melebar kemudian menyempit dan melebar kembali.
- d. Penyebaran titik-titik data sebaiknya tidak berpola.

Selain menggunakan plot gambar *scatter plot*, penelitian ini juga menggunakan uji Glejser. Dalam uji Glejser ada tidaknya heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat nilai signifikansi hasil regresi apabila lebih besar dari 0,05 maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

2. Pengujian Hipotesis

a). Uji F

Uji F adalah suatu uji yang dilakukan untuk melihat bagaimana seluruh variabel independen memengaruhi variabel dependen secara bersama-sama. Uji ini menunjukkan apakah sekelompok variabel secara bersamaan berpengaruh terhadap variabel terikat (Ghozali, 2011).

Pengujian dapat dilakukan dengan teknik sebagai berikut:

1. Membandingkan antara F tabel dan F hitung. Nilai f hitung dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 1999)

$$F_{\text{hitung}} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - K)}$$

- a. Bila $F_{\text{hitung}} < F_{\text{tabel}}$, variabel bebas (*independen*) secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel terikat (*dependen*).
 - b. Bila $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}}$, variabel bebas (*independen*) secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel terikat (*dependen*).
2. Dalam skala probabilitas lima persen, jika probabilitas (signifikan) lebih besar dari α (0,05) maka variabel bebas secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel terikat, jika lebih kecil dari 0,05 maka variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel terikat.

b). Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) mengukur seberapa jauh kemampuan model yang dibentuk dalam menerangkan variasi variabel independen. Koefisien determinasi ini diperoleh dengan rumus (Ghozali, 2011):

$$R^2 = \frac{ESS}{TSS} = 1 - \frac{\sum e_i^2}{\sum y_i^2}$$

Nilai R^2 besarnya antara 0 - 1 ($0 < R^2 < 1$) koefisien determinasi ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel bebas mempengaruhi variabel tidak bebas. Apabila R^2 mendekati 1 berarti variabel bebas semakin berpengaruh terhadap variabel tidak bebas.

Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel dependen yang dimasukkan dalam model. Setiap penambahan satu variabel independen, (R^2) pasti meningkat, tidak peduli apakah

variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen atau tidak. Oleh karena itu, banyak peneliti untuk menganjurkan nilai *Adjusted R²* pada saat mengevaluasi model regresi terbaik. Tidak seperti *R²*, nilai *Adjusted R²* dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model.

c). Uji t

Uji t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Tingkat signifikan dalam penelitian ini adalah 5%, artinya risiko kesalahan mengambil keputusan adalah 5%. Hipotesis yang hendak diuji adalah (Ghozali, 2011):

1. $H_0 : \beta_1 = 0$, artinya suatu variabel independen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.
2. $H_0 : > 0$, artinya suatu variabel independen mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap variabel dependen.
3. $H_a : < 0$, artinya suatu variabel independen mempunyai pengaruh signifikan negatif terhadap variabel dependen.

Pengujian hipotesis ini menggunakan uji t dengan kriteria pengambilan keputusan sebagai berikut :

1. Jika probabilitas ($\text{sig } t$) $> \alpha$ (0,05) maka H_0 diterima, artinya tidak ada pengaruh yang signifikan secara parsial dari variabel independen terhadap variabel dependen.
2. Jika probabilitas ($\text{sig } t$) $< \alpha$ (0,05) maka H_0 ditolak, artinya ada pengaruh yang signifikan secara parsial dari variabel independen terhadap variabel dependen.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

A. Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdapat dalam LQ45 di BEI (Bursa Efek Indonesia) periode tahun 2011 sampai dengan tahun 2015. LQ45 merupakan suatu forum yang di dalamnya berisi perusahaan-perusahaan yang saham-sahamnya memiliki tingkat likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi. Perusahaan-perusahaan LQ45 merupakan suatu forum yang didalamnya berisi perusahaan-perusahaan yang saham-sahamnya memiliki tingkat likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi. Berdasarkan informasi yang diperoleh dari *Indonesia Stock Exchange (Bursa Efek Indonesia)* jumlah populasi adalah 45 perusahaan. Jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 40 perusahaan dengan tidak memasukkan 5 perusahaan perbankan dalam penelitian ini, karena perusahaan tersebut keuangannya diatur oleh pemerintah yang karakteristiknya berbeda dari perusahaan lainnya. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*.



B. Deskriptif Statistik Variabel Penelitian

Penjelasan data melalui deskriptif statistik diharapkan dapat memberikan gambaran awal tentang masalah yang teliti. Model regresi linier berganda (*multiple regression*) dapat disebut sebagai model yang baik jika memenuhi beberapa asumsi yang kemudian disebut dengan asumsi klasik. Deskriptif statistik difokuskan kepada nilai maksimum, minimum, rata-rata dan standar deviasi.

Table 4.1 Statistik Deskriptif Variabel

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	200	.0340	17.6567	1.305417	1.4839893
PTA	200	-.8343	20.9738	.241317	1.2545270
DPR	200	-2.0163	10.5376	.309430	.8299957
FCF	200	-.249	6.816	-3.82311	4.47212
Valid N (listwise)	200	6.816			

Sumber :Data sekunder yang diolah

Table 4.1 menunjukkan bahwa jumlah observasi sebanyak 200 terdiri dari 40 perusahaan selama periode tahun 2011 sampai dengan tahun 2015. Nilai minimum dari variabel struktur modal (DER) adalah 0,03, nilai maksimum sebesar 17,65, nilai rata-rata sebesar 1,30 dan standar deviasi sebesar 1,48. Nilai minimum dari variabel kebijakan dividen (DPR) adalah -2,01, nilai maksimum sebesar 10,53, nilai rata-rata sebesar 0,30, dengan standar deviasi sebesar 0,82.

Nilai minimum dari variabel pertumbuhan perusahaan (PTA) adalah $-0,83$, nilai maksimum sebesar $20,97$, nilai rata-rata sebesar $0,24$, dengan standar deviasi sebesar $1,25$. Nilai minimum dari variabel *free cash flow* (FCF) adalah $-0,249$, nilai maksimum sebesar $6,81$, nilai rata-rata sebesar $-3,82$ dengan standar deviasi sebesar $4,47$.

C. Uji Asumsi Klasik

Model regresi linier berganda (*multiple regression*) dapat disebut model yang baik jika memenuhi beberapa asumsi yang disebut uji asumsi klasik. Ada empat uji asumsi yang dilakukan terhadap suatu model regresi tersebut yaitu uji normalitas data, autokorelasi, multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas.

1. Uji Normalitas

Uji normalitas adalah untuk melihat apakah nilai residual terdistribusi normal atau tidak. Uji Normalitas adalah sebuah uji yang dilakukan dengan tujuan untuk menilai sebaran data pada sebuah kelompok data atau variabel, apakah sebaran data tersebut berdistribusi normal ataukah tidak. Dalam penelitian ini, untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan cara uji statistik non-parametrik Kolmogorov-smirnov (uji K-S). Uji K-S dilakukan dengan melihat nilai probabilitas signifikansi atau *asympt. Sig (2-tailed)*. Uji normalitas data dilakukan dengan cara uji statistik non-parametrik Kolmogorov smirnov (uji K-S). Uji K-S dilakukan dengan melihat nilai probabilitas signifikansi atau *asympt. Sig (2-tailed)*. Sebelumnya perlu diketahui terlebih dahulu hipotesis pengujian, yaitu:

Hipotesis (H_0): data terdistribusi normal

Hipotesis alternatif (H_a): data terdistribusi tidak normal

Apabila nilai probabilitas signifikansi lebih dari $\alpha = 0,05$, maka data terdistribusi secara normal. Apabila nilai probabilitas signifikansi kurang dari nilai $\alpha = 0,05$, maka data tidak terdistribusi secara normal.

Table 4.2

Uji statistik Kolmogorov-Smirnov

		DER	PTA	DPR	MBR	FCF
N		200	200	200	200	200
Normal Parameters	Mean	1.305417E0	.241317	.309430	2.284931E0	-3.82E11
	Std. Deviation	1.4839893E0	1.2545270E0	.829995	3.6221181E0	4.472E1
Most Extreme Differences	Absolute	.196	.380	.343	.276	.364
	Positive	.151	.378	.261	.233	.364
	Negative	-.196	-.380	-.343	-.276	-.249
Kolmogorov-Smirnov Z		3.663	7.118	6.421	5.164	6.816
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000

a. Test distribution is

Normal.

Dari tabel 4.2 di atas dapat dilihat bahwa nilai Kolmogorov-Smirnov untuk variabel struktur modal (DER) 3,663 dengan probabilitas signifikansi 0,000 dan nilainya jauh dibawah $\alpha = 0,05$ hal ini menunjukkan bahwa data variabel struktur modal tidak terdistribusi secara normal. Nilai kolmogorov-smirnov untuk variabel pertumbuhan perusahaan (PTA) adalah sebesar 7,118 dengan probabilitas signifikansi 0,000, nilai signifikansi yang ditunjukkan tidak mencapai $\alpha = 0,05$ hal ini berarti data variabel pertumbuhan perusahaan tidak terdistribusi secara normal. Nilai kolmogorov-smirnov untuk variabel kebijakan dividen (DPR) adalah sebesar 6,421 dengan probabilitas signifikansi 0,000, nilai signifikansi yang ditunjukkan tidak mencapai $\alpha = 0,05$ hal ini berarti data variabel kebijakan dividen tidak terdistribusi secara normal. Nilai kolmogorov-smirnov untuk variabel nilai perusahaan (MBR) adalah sebesar 5,164 dengan probabilitas signifikansi 0,000, nilai signifikansi yang ditunjukkan tidak mencapai $\alpha = 0,05$ hal ini berarti data variabel nilai perusahaan tidak terdistribusi secara normal. Nilai kolmogorov-smirnov untuk variabel *free cash flow* (FCF) adalah sebesar 6,816 dengan probabilitas signifikansi 0,000, nilai signifikansi yang ditunjukkan tidak mencapai $\alpha = 0,05$ hal ini berarti data variabel *free cash flow* tidak terdistribusi secara normal.

2. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu periode sekarang dengan periode sebelumnya. Autokorelasi muncul karena observasi berurutan sepanjang waktu yang berkaitan satu dengan yang lainnya. Uji korelasi hanya dilakukan pada data *time series* (turut waktu) dan tidak perlu dilakukan pada data *cross section* seperti

pada kuesioner di mana pengukuran semua variabel dilakukan secara serentak atau bersamaan. Uji autokorelasi pada penelitian ini menggunakan uji *Durbin-Watson* (DW test).

Hasil uji *Durbin-Watson* dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.3 dibawah ini:

Tabel 4.3

Uji Autokorelasi Pertama

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.301 ^a	.090	.080	3.4746116	.949

a. Predictors: (Constant), FCFP, DPR, DER, PTA

b. Dependent Variable: MBR

Dari tabel 4.3 dapat dilihat bahwa nilai *Durbin-Watson* 0,949 berada diluar dari ketentuan Du sampai dengan 4-DU (1,78–2,220). Dengan demikian dapat disimpulkan penelitian ini menghadapi masalah autokorelasi. Autokorelasi diatasi dengan menggunakan model *Cochrane Ourcut* dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- a. membentuk nilai residual melalui regresi variabel original,
- b. membentuk variabel lag residual,
- c. melakukan regresi variabel residual dengan lag residual,
- d. membentuk variabel dependen dan independen yang baru dengan cara mengurangi nilai variabel lama dengan hasil perkalian lag variabel lama dan coefisien regresi dari langkah 3,

e. Melakukan analisis regresi dengan menggunakan variabel yang baru.

Dengan menggunakan pendekatan tersebut, maka DW yang baru adalah sebesar 1,979 sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terjadi autokorelasi dan dapat dilihat pada 4.4 sebagai berikut:

Tabel 4.4
Uji Autokorelasi Hasil
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.288 ^a	.083	.075	2.93362	1.979

a. Predictors: (Constant), NPTA, NDER, NDPR

b. Dependent Variable: NMBR

3. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik multikolinearitas yaitu adanya hubungan linear antar variabel independen dalam model regresi. Prasyarat yang harus terpenuhi dalam model regresi adalah tidak adanya multikolinearitas Uji multikolenearitas bertujuan untuk menguji apakah ada korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik adalah apabila tidak ada korelasi antara variabel independen. Jika terjadi korelasi maka variabel-variabel menjadi tidak orthogonal. Untuk melihat nilai multikolenearitas dalam penelitian ini menggunakan nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). Nilai *tolerance* rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi karena $VIF = 1/tolerance$. Nilai *cut off* yang dipakai umum untuk menunjukkan ada tidaknya multikolenearitas adalah nilai *tolerance* < 0,10

atau sama dengan $VIF > 10$. Adapun hasil pengujian multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 4.5 berikut ini:

Table 4.5
Uji Multikolinieritas

Coefficients ^a		
Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
DER	.999	1.001
PTA	.1000	1.000
DPR	.1000	1.000
FCF	.1000	1.000

a. Dependent Variable: MBR

Sumber: Data sekunder diolah

Dari tabel 4.5 dapat dilihat bahwa nilai *tolerance* dan VIF diatas 0,1 dan dibawah 10, karena itu variabel independen dari model ini bebas multikolinieritas.

4. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari *residual* satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini diuji menggunakan uji

glejser, *glejser* mengusulkan untuk meregres *absolute residual* terhadap variabel independen (Gujarati, 2003), dengan persamaan regresi:

$$U_t = \alpha + \beta X_t + v_t$$

Jika nilai variabel independen signifikan yang berarti memengaruhi variabel dependen maka dapat disimpulkan ada indikasi bahwa telah terjadi heteroskedastisitas. Hasil dari pengujian heteroskedastisitas dapat dilihat dalam tabel 4.6 sebagai berikut:

Tabel 4.6

Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Koefisien	T	Sig
(Constant)	1.574	5.907	.000
DER	.427	3.332	.001
PTA	-.049	-.324	.746
DPR	.534	2.330	.020

Sumber: Data sekunder diolah

5. Koefisien Determinasi

Nilai *R square* (R^2) atau nilai koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai R^2 adalah di antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi

variabel dependen. Nilai R^2 sebesar 0,046 mempunyai arti bahwa variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 4,6%. Dengan kata lain 4,6% nilai perusahaan mampu dijelaskan variabel struktur modal, kebijakan dividen dan pertumbuhan perusahaan, sedangkan 95,4% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diikuti dalam penelitian ini.

Tabel 4.7

Nilai R Square

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.213 ^a	.046	.037	3.5539257

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

D. Uji F

Uji F digunakan untuk menentukan apakah model regresi dalam penelitian ini merupakan model yang baik untuk menjelaskan variasi dalam variabel dependen

Tabel 4.8
 Nilai Hitung Signifikansi

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	208.675	3	69.558	5.507	.001 ^a
	Residual	4370.114	200	12.630		
	Total	4578.789	200			

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

b. Dependent Variable: MBR

Dari Tabel 4.8 didapat nilai F_{hitung} sebesar 5,507 dengan probabilitas 0,001 yang telah menguji pengaruh antara variabel independen (struktur modal, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan, dan *free cash flow*) terhadap variabel independen (nilai perusahaan), karena probabilitas tersebut $< 0,05$, maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi nilai perusahaan.

E. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah menguji apakah struktur modal, kebijakan dividen dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengolahan data statistik menggunakan model regresi linear berganda. Pengujian hipotesis dengan menggunakan model regresi linear berganda diterapkan untuk hipotesis 1, 2, 3 dan 4, karena hanya menguji pengaruh variabel independen (struktur modal, kebijakan dividen, pertumbuhan dan *free cash flow*) terhadap satu variabel dependen (nilai perusahaan). Pengujian

hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi linear berganda. Hasil regresi dapat dilihat pada Tabel 4.9 berikut:

Tabel 4.9
Hasil Regresi

Variabel	Coefficients	T test	sig
Constant	1.574	5.907***	1%
DER	0.427	3.332***	0.010
PTA	-0.049	-0.324	0.746
DPR	0.534	2.33**	0,020
FCF	2.200	4.120***	1%
F Test	5.507		
Sig	001***		
R ²	.046		

Keterangan:

*** = Signifikan 1 %

** = Signifikan 5 %

1. Pengujian Hipotesis Pertama

Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian dari Tabel 4.9 di atas, dapat dilihat nilai koefisien regresi dari variabel struktur modal (DER) adalah 0,427. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05 atau $\alpha = 5\%$. Dengan demikian hasil uji hipotesis 1 ini diterima.

Hasil penelitian ini juga konsisten dengan teori *trade-off* yang menjelaskan bahwa (dengan asumsi titik target struktur belum optimal) peningkatan rasio hutang pada struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain, teori tersebut menjelaskan bahwa ketika struktur modal berada di bawah target titik optimal maka setiap peningkatan hutang akan menaikkan nilai perusahaan. Solihah dan Taswan (2002) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dan hasil penelitian ini konsisten dengan temuan MM pada tahun 1963 bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan.

2. Pengujian Hipotesis Kedua

Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah untuk membuktikan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian statistik, dapat dilihat nilai koefisien regresi dari variabel kebijakan dividen (DPR) adalah sebesar 0,534 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,020. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 0.05 (α). Hasil uji statistik yang telah dilakukan membuktikan bahwa variabel kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, maka dalam hal ini hipotesis dua (H_2) dalam penelitian ini diterima.

Dari hasil penelitian ini menemukan bukti empiris bahwa kebijakan dividen berpengaruh secara langsung dan positif terhadap nilai perusahaan yang terjadi antara tahun 2006 sampai dengan tahun 2010.

3. Pengujian Hipotesis Ketiga

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari hasil uji statistik yang menunjukkan nilai koefisien regresi pertumbuhan perusahaan (PTA) sebesar $-0,049$. Hasil temuan ini menolak hipotesis 3 (H3) yang mengatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Sriwardany (2006) yang menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh langsung dan positif terhadap perubahan harga saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2004 dengan sampel 156 perusahaan.

4. Pengujian Hipotesis Keempat

Berdasarkan Tabel 4.9 diatas, dapat dilihat bahwa free cash flow mempunyai arah positif dan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil tersebut maka hipotesis 4 yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan diterima.

Hasil penelitian tersebut sejalan dengan Wardany (2007), dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap perubahan harga saham yang berarti informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan direspon positif oleh investor, sehingga harga saham akan meningkat. Hal tersebut konsisten dengan hasil penelitian ini yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan (PTA) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

F. Pembahasan

Dari hasil analisis hipotesis pertama diatas, ini berarti mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki hutang yang relatif lebih besar mempunyai nilai perusahaan yang lebih baik. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah sedikit. Hal ini bukan disebabkan karena perusahaan tersebut mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena perusahaan tersebut memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai (Husnan, 1996).

Myers (2001), menyatakan bahwa jika nilai perusahaan negatif, maka akan terjadi penerbitan saham atau pengurangan *leverage*. Hal ini juga didukung oleh Masulis (1990), menyimpulkan bahwa pertumbuhan rasio hutang akan mendekati puncak dalam kurva akan mempertinggi *leverage*, dan akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Dari hasil analisis hipotesis kedua diatas, ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan kebijakan dividen yang baik maka semakin tinggi rasio akan menguntungkan para investor terhadap nilai perusahaan. Teori di mana nilai perusahaan akan maksimal ataupun meningkat dengan rasio pembayaran dividen yang tinggi. Pendapat Gordon dan Lintner diberi nama *bird-in-the-hand theory*, karena menurut mereka investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain*. Gordon

– Lintner beranggapan bahwa investor memandang satu burung lebih berharga daripada seribu burung di udara.

Hipotesis ini berbeda pendapat dengan Sutrisno (2012), semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham akan mengurangi kesempatan perusahaan untuk mendapatkan sumber dana intern dalam rangka mengadakan reinvestasi, sehingga dalam jangka panjang akan menurunkan nilai perusahaan, sebab pertumbuhan dividen akan semakin berkurang. Oleh karena itu tugas manajer keuangan untuk bisa menentukan kebijakan dividen yang optimal agar bisa menjaga nilai perusahaan.

Hasil analisis hipotesis ketiga diatas, diindikasikan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini karena perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, dalam hubungannya dengan *leverage*, menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya karena penggunaan hutang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara teratur.

Hal ini mengindikasikan penilaian investor tentang perusahaan yang semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai dividen tetapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. Hasil hipotesis ketiga ini, berbeda pendapat dengan Wardany (2007) bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh langsung dan positif terhadap perubahan harga saham, yang artinya bahwa informasi tentang adanya

pertumbuhan perusahaan direspon positif oleh investor, sehingga akan meningkatkan harga saham.

Hasil analisis hipotesis keempat diatas, diindikasikan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Aliran kas yang dibutuhkan untuk mendanai semua kegiatan di mana memiliki nilai yang positif setelah dikurangi modal kerja. Hal ini sependapat dengan Ross (2000) yang mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur dan pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi aset tetap karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan untuk kepentingan manajemen yang dapat merugikan pemegang saham.

Keown (2010) mengatakan bahwa jika perusahaan mempunyai *free cash flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang buruk bagi pihak manajemen, yang berakibat pada naiknya *agency cost*. Brigham dan Houston (2001) menyatakan salah satu unsur penting dalam penilaian perusahaan adalah *free cash flow*, yang menggambarkan seberapa kas yang tersedia untuk dibagikan kepada investor.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur modal, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tercatat dalam LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011 sampai dengan tahun 2015. LQ45 merupakan suatu forum yang didalamnya berisi perusahaan-perusahaan yang saham-sahamnya memiliki tingkat likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi. Penentuan sampel diperoleh 40 perusahaan yang menjadi sampel. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*.

A. Kesimpulan

Berdasarkan analisis data dan pembahasan serta dari hipotesis yang telah disusun dan diuji pada bagian sebelumnya, maka dapat disimpulkan bahwa :

5. Struktur modal mempunyai arah positif dan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang tercatat dalam LQ45 di Bursa Efek Indonesia. ini berarti mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki hutang yang relatif lebih besar mempunyai nilai perusahaan yang lebih baik. Hal ini menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah sedikit. Hal ini bukan disebabkan karena perusahaan tersebut mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena perusahaan tersebut memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dana

internal tidak cukup dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai

6. Kebijakan dividen mempunyai arah positif dan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang tercatat dalam LQ45 di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan dengan kebijakan dividen yang baik maka semakin tinggi rasio akan menguntungkan para investor terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan akan maksimal ataupun meningkat dengan rasio pembayaran dividen yang tinggi. Para investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain*.
7. Pertumbuhan perusahaan mempunyai arah negatif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang tercatat dalam LQ45 di Bursa Efek Indonesia. Hal ini karena perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, dalam hubungannya dengan *leverage*, menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya karena penggunaan hutang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara teratur. Perusahaan dengan hutang yang besar mengidiskasikan kepercayaan perbankan terhadap perusahaan.
8. *Free cash flow* mempunyai arah positif dan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang tercatat dalam LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur dan pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi aset tetap karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang, sehingga

tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan untuk kepentingan manajemen yang dapat merugikan pemegang saham. Jika perusahaan mempunyai *free cash flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang buruk bagi pihak manajemen, yang berakibat pada naiknya *agency cost*. Salah satu unsur penting dalam penilaian perusahaan adalah *free cash flow*, yang menggambarkan seberapa kas yang tersedia untuk dibagikan kepada investor.

B. Saran

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan penelitian maka perlu dilakukan penyempurnaan terhadap penelitian yang telah dilakukan. Adapun saran untuk penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut:

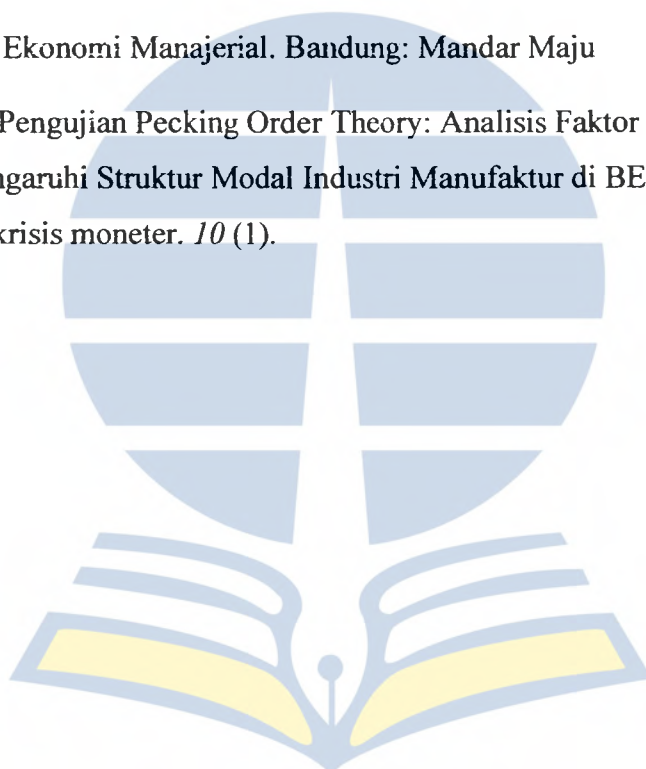
1. Untuk penelitian lanjutan disarankan untuk menggunakan sampel dari seluruh jenis perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Disarankan untuk penelitian selanjutnya mempertimbangkan periode penelitian yang lebih panjang agar mendapatkan hasil yang lebih baik.
3. Untuk penelitian lanjutan dapat menambah variabel lain seperti kepemilikan manajerial yang diprediksi dapat memengaruhi nilai perusahaan.
4. Bagi pihak investor, hendaknya dalam melakukan investasi mempertimbangkan struktur modal, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan, dan *free cash flow*. Hal ini perlu dipertimbangkan agar pihak investor dalam melakukan investasi dapat menerima *return* sesuai dengan yang diharapkan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agus Priyono, A. (2010). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada perusahaan Manufactur yang terdaftar di BEI.
- Ali, S.U. (2002). Pengaruh Aliran Kas bebas Terhadap Rasio Pembayaran Dividend an Pengeluaran Modal dengan Earning Response Coeficients. Simposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntan Indonesia, 16-26
- Arifin, Zaenal. (2005). Teori Keuangan dan Pasar Modal. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.
- Brigham, E.F., dan J. Houston. (2001). Manajemen Keuangan. Penerjemahan Hermawan Wibisono. Edisi Kedelapan. Edisi Indonesia. Buku II. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, & Houston. (2011). *Dasar - Dasar Manajemen Keuangan* (Vol. Buku 2). Jakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, Ahmad. (2005). Saham Syariah. Web Site Republika Tentang pasar Modal. www.webmaster.com
- Ghozali, Imam. (2005). Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS. Edisi Satu. Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Ghozali, Imam. (2009). Ekonometrika: teori, Konsep Dan Aplikasi Dengan SPSS 17. BPUNDIP: Semarang.
- Handoko, J. (2002). Pengaruh Agency Cost Terhadap kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Go Publik Di BEJ. *Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi* Vol.2
- Haris, M. dan A. Raviv. (1991). The Theory of Capital Structure. Journal of Finance 46.
- Hasnawati, Sri. (2005). "Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta". Usahawan: No.09/Th XXXIX, September 2005.
- Helfert, E.A. (1997). Teknik Analisis Keuangan. Penerjemah Herman Wibowo, Edisi Kedelapan. Jakarta: Erlangga.
- Hermeidianto. (2001). Analisis Leverage dan Dividen Dalam Lingkungan Ketidakpastian: Pendekatan POT dan Balancing Theory. Simposium Nasional Akuntansi IV.

- Husman, Suad. (1996). Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang. BPFE. Yogyakarta
- Husman, S., dan E. Pudjieastuti. 2004. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Edisi Keempat. Yogyakarta: UUP AMP YKPN.
- Keown J. Arthur, Scott Jr, David F, Petti William. (2000). Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Buku II. Edisi Pertama. Salemba Empat. Jakarta
- Maqsusi A, dan Ambon. (2004). Pengaruh Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Go Publik di BEJ. Jurnal Ekonomi dan Bisnis. Vol.8 No.1
- Mochfoedz, Mas'ud. (1996). Akuntansi Manajemen Perencanaan Dan Pembuatan Keputusan Jangka Pendek. Edisi Kelima. Buku 1. Yogyakarta: STIE-WIDYA WIWAHA.
- MPuspita, Fira. (2009). Analisis Faktor-Faktor yang mempengaruhi dividen Payout ratio. Tesis.
- Riyanto, Bambang. (1999). Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.
- Safrida. (2008). Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan di BEJ. Tesis Pasca Sarjana Universitas Sumatera Utara. Medan.
- Sekaran, Uma. (2003). Research Methods For Business. Wiley.
- Santoso, Singgih. (2006). Menguasai Statistik Di Era Informasi Dengan SPSS 15. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Sartono, R.A. (2001). Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.
- Setiawan, Rahmat. (2006). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dalam Perspektif Packing Order Theori di BEJ. Surabaya. Majalah Ekonomi
- Soliha, E., dan Taswan. (2002). "Pengaruh kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya". Jurnal Bisnis dan Ekonomi. September 2002. Or www.google.com/search
- Stulz, R.M. (1990). "Managerial Discretion and Opportunities". Journal Of Financial Economics. Vol.26, hal:3-27 or www.google.com/search
- Sugihen, S.G. (2003). "Pengaruh Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan, Serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka Di Indonesia". Disertasi

- Sundjaya S Ridwan dan Inge, Berlian. (2003). Manajemen Keuangan I. edisi 5. Klaten. PT Intan Sejati.
- Susanto. (1997). Manajemen Aktual Topik-Topik Aktual Manajemen Dalam Riak Perubahan. Jakarta: Grasindo.
- Umar, Husein. (2000). Metode Penelitian Untuk Skripsi dan Tesis Bisnis. Cetak 3. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Wahyudi, U. dan Hartini, Pawestri. (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Moderating”. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang. K-AKPM 17
- Wardany, Sri. (2007). “Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Struktur Modal dan dampak Terhadap Perubahan Harga saham pada Perusahaan Manufaktur TBK”. Tesis
- Weston, J.F. Brigham. (1985). Manajemen Keuangan. Penerjemah Djoerban Wahid. Edisi Ketujuh. Jilid II. Jakarta: Erlangga.
- Winardi. (2001). Ekonomi Manajerial. Bandung: Mandar Maju
- Yuliarti. (2011). Pengujian Pecking Order Theory: Analisis Faktor -Faktor yang mempengaruhi Struktur Modal Industri Manufaktur di BEI periode setelah krisis moneter. *10* (1).



Lampiran 1. Tabulasi Data Struktur modal, kebijakan deviden, Pertumbuhan Perusahaan Dan *Free Cash Flow* tahun 2011 sampai 2015

NO	KODE	NAMA	TAHUN	DER	DPR	PTA	FCF
1	AALI	Astra Agro Lestari Tbk	2015	0.84	0	-19.91%	320.494
			2014	0.77	23.1	4.5%	100.449
			2013	0.65	32.1	3.28%	20.345
			2012	0.55	22	-19.91%	211.604
			2011	0.88	0	2.69%	321.221
2	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2015	2.25	26.23	8.51%	384.551
			2014	3.22	0	2.5%	311.210
			2013	1.33	23.1	1.32%	7.324
			2012	5.01	3.41	3.41%	232.765
			2011	1.55	2.11	2.71%	132.235
3	ADRO	ADARO ENERGY Tbk	2015	0.78	32.80	-10.46%	118.449
			2014	0.95	16.71	0.91%	721.229
			2013	2.13	23.41	2.19%	324.555
			2012	2.11	11	3.21%	176.891
			2011	5.32	0	3.67%	322.476
4	AKRA	AKR Corporindo Tbk	2015	1.09	120.00	-12.03%	544.636
			2014	1.55	2.11	2.71%	132.235
			2013	0.78	32.80	-10.46%	118.449
			2012	0.95	16.71	0.91%	721.229
			2011	2.13	23.41	2.19%	324.555
5	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk	2015	0.66	0	11.79%	5.272
			2014	1.15	0	6.11%	1.135.502
			2013	0.82	289.73	5.01%	4.202
			2012	2.74	0	14.40%	3.025.394
			2011	0.99	4.50	19.44%	2.084.067
6	ASHI	Astra International Tbk	2015	0.94	177.00	-8.68%	4.866.000
			2014	1.30	17.67	8.77%	521.782
			2013	13.33	0	3.46%	296.131
			2012	0.78	94.64	14.24%	28.117
			2011	0.57	691.00	-7.14%	15,413,210
7	ASRI	ALAM SUTERA REALTY Tbk	2015	1.83	0	-23.33%	49.890
			2014	0.95	16.71	0.91%	721.229
			2013	2.13	23.41	2.19%	324.555
			2012	2.11	11	3.21%	176.891
			2011	5.32	0	3.67%	322.476
8	BMTR	Global Mediacom Tbk	2015	0.73	0	-0.79%	631.409
			2014	1.13	168.00	0.74%	12.962
			2013	0.16	415.00	-10.99%	8.655
			2012	0.41	812.56	-3.57%	267.818
			2011	1.97	43.13	7.33%	3.323
9	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2015	0.63	5.00	11.45%	6.109.239
			2014	0.41	812.56	-3.57%	267.818
			2013	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2012	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
			2011	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366

10	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	2015	0.97	29.00	3.28%	1.679
			2014	5.32	0	3.67%	322.476
			2013	0.73	0	-0.79%	631.409
			2012	1.13	168.00	0.74%	12.962
			2011	0.16	415.00	-10.99%	8.655
11	CTRA	Ciputra Development Tbk	2015	1.01	14.25	18.44%	3.034.144.
			2014	1.55	2.11	2.71%	132.235
			2013	0.78	32.80	-10.46%	118.449
			2012	0.95	16.71	0.91%	721.229
			2011	2.13	23.41	2.19%	324.555
12	EXCL	XL Axiata Tbk	2015	3.18	0	-2.49%	6.556.205
			2014	0.41	812.56	-3.57%	267.818
			2013	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2012	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
			2011	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
13	GGRM	Gudang Garam Tbk	2015	0.67	2,600.00	7.95%	1.264.702
			2014	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2013	0.63	5.00	11.45%	6.109.239
			2012	0.41	812.56	-3.57%	267.818
			2011	1.97	43.13	7.33%	3.323
14	ICBP	Indefood CBP Sukses Makmur Tbk	2015	0.62	256.00	5.72%	7.543.475
			2014	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2013	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
			2012	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
			2011	2.52	427.30	1.18	946.658
15	INCO	Vale Indonesia Tbk	2015	0.25	0	-10.34%	194.754
			2014	0.51	0	-3.32%	398.456
			2013	1.27	33.00	2.49%	408.945
			2012	1.15	0	6.11%	1.135.502
			2011	0.82	289.73	5.01%	4.202
16	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2015	1.13	168.00	0.74%	12.962
			2014	1.55	2.11	2.71%	132.235
			2013	0.78	32.80	-10.46%	118.449
			2012	0.95	16.71	0.91%	721.229
			2011	2.13	23.41	2.19%	324.555
17	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	2015	0.16	415.00	-10.99%	8.655
			2014	0.63	5.00	11.45%	6.109.239
			2013	0.41	812.56	-3.57%	267.818
			2012	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2011	0.62	256.00	5.72%	7.543.475
18	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk	2015	0.41	812.56	-3.57%	267.818
			2014	0.62	256.00	5.72%	7.543.475
			2013	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2012	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
			2011	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
19	JSMR	Jasa Marga Tbk	2015	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2014	0.41	812.56	-3.57%	267.818
			2013	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2012	0.62	256.00	5.72%	7.543.475
			2011	1.97	43.13	7.33%	3.323

20	KLBF	Kalbe Farma Tbk	2015	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
			2014	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2013	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
			2012	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
			2011	1.97	43.13	7.33%	3.323
21	LPKR	Lippo Karawaci Tbk	2015	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
			2014	2.13	23.41	2.19%	324.555
			2013	0.16	415.00	-10.99%	8.655
			2012	0.63	5.00	11.45%	6.109.239
			2011	0.41	812.56	-3.57%	267.818
22	LPPF	Matahari Department Store Tbk	2015	2.52	427.30	1.18	946.658
			2014	0.25	0	-10.34%	194.754
			2013	0.51	0	-3.32%	398.456
			2012	1.27	33.00	2.49%	408.945
			2011	1.15	0	6.11%	1.135.502
23	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk	2015	0.21	37.00	-11.36%	737.114
			2014	2.13	23.41	2.19%	324.555
			2013	0.16	415.00	-10.99%	8.655
			2012	0.63	5.00	11.45%	6.109.239
			2011	0.41	812.56	-3.57%	267.818
24	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk	2015	0.51	0	-3.32%	398.456
			2014	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2013	0.62	256.00	5.72%	7.543.475
			2012	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2011	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
25	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2015	1.27	33.00	2.49%	408.945
			2014	1.27	33.00	2.49%	408.945
			2013	1.15	0	6.11%	1.135.502
			2012	0.21	37.00	-11.36%	737.114
			2011	2.13	23.41	2.19%	324.555
26	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	2015	1.15	0	6.11%	1.135.502
			2014	0.21	37.00	-11.36%	737.114
			2013	2.13	23.41	2.19%	324.555
			2012	0.16	415.00	-10.99%	8.655
			2011	0.63	5.00	11.45%	6.109.239
27	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	2015	0.82	289.73	5.01%	4.202
			2014	0.62	256.00	5.72%	7.543.475
			2013	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2012	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
			2011	1.97	43.13	7.33%	3.323
28	PTPP	PP (Persero) Tbk	2015	2.74	0	14.40%	3.025.394
			2014	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2013	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
			2012	1.27	33.00	2.49%	408.945
			2011	1.27	33.00	2.49%	408.945
29	PWON	Pakuwon Jati Tbk	2015	0.99	4.50	19.44%	2.084.067
			2014	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2013	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
			2012	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
			2011	1.97	43.13	7.33%	3.323

30	SCMA	Surya Citra Media Tbk	2015	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
			2014	0.16	415.00	-10.99%	8.655
			2013	0.63	5.00	11.45%	6.109.239
			2012	0.82	289.73	5.01%	4.202
			2011	0.62	256.00	5.72%	7.543.475
31	SILO	PT Siloam International Hospitals Tbk.	2015	0.72	0	24.05%	159.848
			2014	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
			2013	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2012	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
			2011	2.13	23.41	2.19%	324.555
32	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk	2015	0.39	304.91	-0.14%	3.964
			2014	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2013	2.74	0	14.40%	3.025.394
			2012	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2011	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
33	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2015	1.49	5.00	5.44%	1.503.546
			2014	0.99	4.50	19.44%	2.084.067
			2013	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2012	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
			2011	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
34	SSMS	PT Sawit Sumbermas Sarana Tbk.	2015	1.30	17.67	8.77%	521.782
			2014	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2013	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
			2012	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
			2011	1.97	43.13	7.33%	3.323
35	TBIG	PT Tower Bersama Infrastructure Tbk	2015	13.33	0	3.46%	296.131
			2014	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
			2013	1.27	33.00	2.49%	408.945
			2012	1.27	33.00	2.49%	408.945
			2011	0.99	4.50	19.44%	2.084.067
36	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	2015	0.78	94.64	14.24%	28.117
			2014	0.72	0	24.05%	159.848
			2013	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
			2012	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2011	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
37	UNTR	United Tractors Tbk	2015	0.57	691.00	-7.14%	15,413,210
			2014	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2013	0.25	19.00	2.99%	2.657.574
			2012	1.27	33.00	2.49%	408.945
			2011	1.27	33.00	2.49%	408.945
38	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	2015	2.26	766.00	5.72%	628,159
			2014	1.15	0	6.11%	1.135.502
			2013	0.21	37.00	-11.36%	737.114
			2012	2.13	23.41	2.19%	324.555
			2011	0.16	415.00	-10.99%	8.655
39	WIKA	Wijaya Karya Tbk	2015	2.60	20.35	9.28%	120.483
			2014	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
			2013	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2012	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
			2011	0.16	415.00	-10.99%	8.655

40	WSKT	Waskita Karya (Persero) Tbk	2015	2.12	15.44	37.58%	5.511
			2014	1.97	43.13	7.33%	3.323
			2013	1.18	3.50	-25.32%	1.839.366
			2012	2.13	23.41	2.19%	324.555
			2011	0.39	304.91	-0.14%	3.964



Lampiran 2.

Uji Asumsi Klasik dan Pengujian Hipotesis

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	200	.0340	17.6567	1.305417	1.4839893
PTA	200	-.8343	20.9738	.241317	1.2545270
DPR	200	-2.0163	10.5376	.309430	.8299957
FCF	200	-.249	6.816	-3.82311	4.47212
Valid N (listwise)	200	6.816			

Uji statistik Kolmogorov-Smirnov

		DER	PTA	DPR	MBR	FCF
N		200	200	200	200	200
Normal Parameters ^a	Mean	1.305417E0	.241317	.309430	2.284931E0	-3.82E11
	Std. Deviation	1.4839893E0	1.2545270E0	.8299957	3.6221181E0	4.472E12
Most Extreme Absolute Differences		.196	.380	.343	.276	.364
Positive		.151	.378	.261	.233	.364
	Negative	-.196	-.380	-.343	-.276	-.249
Kolmogorov-Smirnov Z		3.663	7.118	6.421	5.164	6.816
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.301 ^a	.090	.080	3.4746116	.949

a. Predictors: (Constant), FCFP, DPR, DER, PTA

b. Dependent Variable: MBR

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.288 ^a	.083	.075	2.93362	1.979

a. Predictors: (Constant), NPTA, NDER, NDPR

b. Dependent Variable: NMBR

Coefficients ^a		
Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
DER	.999	1.001
PTA	.1000	1.000
DPR	.1000	1.000
FCF	.1000	1.000

Variabel	Koefisien	T	Sig
(Constant)	1.574	5.907	.000
DER	.427	3.332	.001
PTA	-.049	-.324	.746
DPR	.534	2.330	.020

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.213 ^a	.046	.037	3.5539257

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

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	208.675	3	69.558	5.507	.001 ^a
	Residual	4370.114	200	12.630		
	Total	4578.789	200			

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

b. Dependent Variable: MBR

Variabel	Coefficients	T test	sig
Constant	1.574	5.907***	1%
DER	0.427	3.332***	0.010
PTA	-0.049	-0.324	0.746
DPR	0.534	2.33**	0,020
FCF	2.200	4.120***	1%
F Test	5.507		
Sig	001***		
R ²	.046		

