
FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI NILAI SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA

J.P Sitanggang

Fakultas Ekonomi Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Jakarta.

Email: jpsitanggang@yahoo.com

Abstract: The aim of this research is to determine the factors affecting the stock values at Indonesia Stock Exchange (IDX) with 2 (two) independent variables as exogenous variables i.e: Liquidity and Company Size and 4 (four) dependent variables as endogenous variables i.e: Debt Management, Profitability, Dividend Policy and Stock Value. The data analysis instruments employed were Structural Equation Modelling (SEM) and t-test. The results of this research show that: (1) Company Size has significant effects on Profitability, (2) Liquidity and Profitability have significant effects on Dividend Policy (3) Company Size, Debt Management and Profitability have significant effects on the Stock Values and (4) Company Size has significant indirect effects on Dividend Policy.

Keywords: Liquidity, Company Size, Profitability, Debt Management, Dividend Policy and Stock Value

Abstrak: Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi nilai saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan dua variabel bebas (eksogen) yaitu Likuiditas & Ukuran Perusahaan serta empat variabel terikat (endogen) yaitu Manajemen Utang, Profitabilitas, Kebijakan Dividen dan Nilai Saham. Alat analisis data yang digunakan adalah pemodelan persamaan structural (*Structural Equation Modelling*) yang sering dikenal sebagai teknik SEM dan *t-test*. Berdasarkan hasil pengujian statistik ditemukan bukti bahwa: (1) Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap Profitabilitas, (2) Likuiditas dan Profitabilitas berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen, (3) Ukuran Perusahaan, Manajemen Utang dan Profitabilitas berpengaruh terhadap Nilai Saham dan (4) Ukuran Perusahaan berpengaruh tidak langsung terhadap Kebijakan Dividen.

Kata Kunci: Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Manajemen Utang, Kebijakan Dividen dan Nilai Saham

PENDAHULUAN

Imbalan (*return*) saham terdiri dari hasil dividen (*dividend yield*) dan keuntungan/kerugian saham (*capital gain/loss*) dalam suatu periode tertentu. Dividen akan diterima pada saat dividen dibagikan dan potensi keuntungan atau kerugian saham akan terjadi setiap ada peningkatan atau penurunan harga saham. Pemegang saham selalu memperhatikan pergerakan harga saham, karena nilai kemakmuran mereka pada perusahaan emiten ditentukan oleh harga saham itu sendiri. Setiap ada peningkatan harga saham berarti menjadi potensi keuntungan dan sebaliknya apabila harga saham turun menjadi potensi kerugian. Potensi keuntungan atau kerugian saham akan menjadi keuntungan atau kerugian saham apabila saham tersebut dijual.

Sebelum melakukan aksi menjual atau membeli saham tertentu, para investor melakukan penilaian saham untuk memprediksi harga saham baik melalui analisis fundamental atas kinerja perusahaan emiten atau analisis teknikal saham tertentu. Kinerja perusahaan dapat diketahui melalui informasi internal perusahaan yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan. Informasi yang disajikan dalam laporan keuangan sudah cukup menggambarkan perkembangan perusahaan dan berbagai hal yang telah dicapainya (Tendelilin, 2001:233). Melalui laporan keuangan akan dapat diketahui sejauh mana perkembangan kinerja perusahaan pada periode laporan keuangan dan sekaligus untuk memprediksi prospek perusahaan. Lebih jauh Brigham & Houston (2003: 77) menyebutkan bahwa "*From an investor's standpoint, predicting the future is what financial statement analysis is all about, while from management's standpoint, financial statement analysis is useful both to help anticipate future conditions and, more important, as a starting point for planning actions that will improve the firm's future performance*".

Kinerja perusahaan dapat diketahui dari rasio-rasio keuangan seperti rasio likuiditas, aktivitas, kemampuan laba, tingkat utang dan nilai pasar. Apabila kinerja keuangan perusahaan tertentu menunjukkan prospek yang baik, maka pemegang saham dan investor potensial akan berminat membeli saham tersebut. Sebaliknya apabila kinerja keuangan perusahaan menunjukkan prospek kurang baik maka pemegang saham akan berminat melepaskan sahamnya. Para investor dapat mempunyai ekspektasi yang berbeda karena mereka mempunyai preferensi yang berbeda, dan akhirnya akan berdampak pada harga saham. Harga saham adalah harga yang terbentuk atas kekuatan permintaan dan penawaran di pasar bursa yang dipengaruhi oleh berbagai pertimbangan para investor baik faktor internal perusahaan itu sendiri maupun faktor eksternal (Jogianto, H. 2008: 125).

Salah satu ukuran nilai saham adalah rasio harga saham terhadap nilai buku per lembar saham atau *price to book value* (PBV). PBV menunjukkan kelipatan harga saham yang berlaku terhadap nilai buku per lembar saham. Semakin tinggi nilai PBV berarti semakin tinggi harga saham karena nilai buku per lembar saham adalah konstan untuk satu periode tertentu.

Penilaian saham merupakan objek penelitian yang menarik yaitu untuk mengetahui faktor apa yang berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Mengetahui faktor fundamental pada tingkat perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap harga saham sangat berguna bagi para investor untuk dijadikan pertimbangan dalam memutuskan saham-saham yang akan dibeli, ditahan atau dijual. Harus disadari bahwa harga saham tidak semata-mata dipengaruhi oleh kinerja perusahaan, tetapi dipengaruhi juga oleh faktor eksternal sehingga pergerakan harga saham akan bergerak secara random.

Dari hasil beberapa penelitian yang ada, terbukti bahwa harga saham atau nilai saham dipengaruhi berbagai faktor baik secara langsung maupun tidak langsung. Adanya keragaman variable dan inkonsistensi hasil penelitian mendorong para peneliti melakukan penelitian lanjutan dengan menetapkan variable lain yang relevan, waktu penelitian yang berbeda dan objek penelitian yang berbeda.

Dalam penelitian ini, akan dilakukan analisis atas faktor-faktor fundamental perusahaan yang diperkirakan mempengaruhi nilai saham baik secara langsung maupun tidak langsung. Variabel kinerja dan karakteristik perusahaan yaitu likuiditas dan ukuran perusahaan ditetapkan sebagai variabel bebas (eksogen) serta manajemen utang, profitabilitas, kebijakan dividen dan nilai saham ditetapkan sebagai variabel terikat (endogen). Untuk menganalisis pengaruh langsung ataupun tidak langsung antar variabel

bebas terhadap variabel terikat dilakukan dengan pemodelan persamaan struktural (*structural equation modelling*) yang dikenal dengan SEM.

Hasil Penelitian Yang Relevan. Penelitian sebelumnya tentang faktor yang mempengaruhi harga saham menunjukkan keragaman variabel yang digunakan serta hasil yang tidak selalu konsisten. Berikut ini akan disampaikan beberapa hasil penelitian yang dianggap relevan sebagai acuan penelitian ini.

Penelitian tentang faktor yang mempengaruhi nilai saham di Bursa Efek Indonesia, antara lain dilakukan oleh Apriani dan Lisia (2005) membuktikan bahwa pengumuman kenaikan/penurunan dividen berpengaruh secara signifikan terhadap reaksi pasar yang ditandai perbedaan harga sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan/penurunan dividen. Corry, M.G, dan Firman, S. yang membuktikan bahwa secara serempak *leverage ratio*, *dividend payout ratio* dan *earnings per share* berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan, tetapi secara partial hanya *leverage ratio* yang signifikan sementara *dividend payout ratio* dan *earnings per share* tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian lain yaitu Puspasari (2005) membuktikan bahwa *ROE* dan *cash ratio* mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham, sementara *gearing* dan *total asset turn over* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham. Selanjutnya Sujoko dan Ugy,S.(2007) membuktikan bahwa pertumbuhan pasar, profitabilitas, dividen, ukuran perusahaan, pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sementara kepemilikan institusional, suku bunga dan leverage berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial serta keadaan pasar modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian Bram, H. (2008) membuktikan bahwa *EPS* dan *PER* mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham. Masdar, M. (2008) yang membuktikan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan juga temuan Stella (2009) yang membuktikan bahwa *PER*, *DER* dan *PBV* berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham, sementara *ROA* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan. Zuobao, et al. (2005) yang melakukan penelitian di perusahaan swasta di China, membuktikan bahwa insider ownership, kebijakan utang dan dividen kepemilikan saham negara dan institusi mempunyai hubungan yang negatif terhadap nilai Tobin's Q sementara kepemilikan investor asing mempunyai hubungan positif terhadap nilai Tobin's Q. Humera, et al. (2011) yang melakukan penelitian di Karachi Stock Market menyimpulkan bahwa *leverage* dan pertumbuhan mempunyai hubungan positif terhadap nilai Tobin's Q dan terhadap *ROA*, sementara pertumbuhan mempunyai pengaruh negatif terhadap *ROE*.

Temuan diatas menunjukkan bahwa nilai perusahaan atau harga saham dipengaruhi oleh berbagai faktor yaitu kebijakan dividen, kepemilikan saham, tingkat profitabilitas, likuiditas, tingkat utang, pertumbuhan laba, pertumbuhan pasar, ukuran perusahaan, pangsa pasar relatif, kepemilikan institusional dan suku bunga.

Salah satu faktor yang berpengaruh terhadap nilai atau harga saham adalah kebijakan dividen. Dalam beberapa penelitian bahwa kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh beberapa faktor. Beberapa hasil penelitian tentang kebijakan dividen juga menunjukkan keragaman hasil dan variabel penelitian yang dilakukan. Sutrisno (2001) membuktikan bahwa faktor posisi kas dan tingkat utang (*DER*) berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Temuan tersebut didukung oleh temuan Prihartono (2003) yang membuktikan bahwa posisi kas mempunyai hubungan positif terhadap *dividend payout ratio*, sementara tingkat utang mempunyai hubungan negatif terhadap *dividend payout ratio*. Suharli dan Oktorina (2005) menyimpulkan bahwa tingkat profitabilitas dan likuiditas mempunyai

pengaruh positif terhadap kebijakan dividen artinya bahwa semakin tinggi profitabilitas dan likuiditas maka semakin tinggi dividen atau sebaliknya. Sedangkan tingkat utang mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen, semakin tinggi tingkat utang maka dividen yang dibagikan akan semakin kecil atau sebaliknya. Penelitian lain adalah Rosdini (2009) membuktikan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Dari temuan tersebut diketahui bahwa kebijakan dividen secara konsisten dipengaruhi oleh likuiditas, tingkat utang dan tingkat kemampuan laba serta posisi kas.

Faktor tingkat kemampuan laba (profitabilitas) sebagai faktor yang mempengaruhi nilai atau harga saham. Tingkat profitabilitas perusahaan dengan berbagai pengukuran dipengaruhi oleh beberapa faktor. Hadri, K. (2005) membuktikan bahwa ukuran perusahaan (jumlah pekerja) masih merupakan determinan utama bagi perusahaan dalam meningkatkan profitabilitas (EBIT dan EBITDA). Penelitian Yunie, H. (2007) membuktikan bahwa tingkat utang dan aktivitas berpengaruh terhadap kemampuan laba. Penelitian lain yang menghubungkan ukuran perusahaan dengan tingkat kemampuan laba yang dilakukan oleh Velnampy, Y & Nimalathasan, B(2010) di Srilanka. Hasil temuannya membuktikan bahwa *firm size* mempunyai hubungan positif terhadap *profitability* pada Commercial Bank of Ceylon Ltd, tetapi tidak terbukti secara signifikan pada Bank of Ceylon. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa variabel yang ditemukan berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat kemampuan laba adalah tingkat utang, aktivitas perusahaan dan ukuran perusahaan.

Selanjutnya, variabel yang terbukti berpengaruh terhadap harga saham adalah tingkat utang perusahaan. Dari beberapa penelitian yang dilakukan, terdapat keragaman variabel dan hasil yang mempengaruhi tingkat utang perusahaan. Alan dan Danbolt (2000) yang meneliti tentang faktor penentu struktur modal di United Kingdom, menemukan bahwa perusahaan yang besar cenderung mempunyai tingkat utang yang tinggi, tingkat kemampuan laba mempunyai hubungan negatif terhadap tingkat utang, dan penggunaan aktiva tetap (*tangibility*) mempunyai hubungan positif terhadap utang jangka panjang serta tingkat pertumbuhan mempunyai hubungan positif terhadap unsur tingkat utang tertentu.

Agus Sartono (2001), membuktikan bahwa *internal cash flow* berpengaruh terhadap pengeluaran modal, tetapi aliran kas internal itu sendiri tidak dapat secara langsung menunjukkan terjadi *pecking order* atau *managerial hypotheses theory*. Demikian juga bawa *insider ownership* bukan merupakan faktor terpenting yang mempengaruhi *capital expenditure*. Secara umum ditemukan bahwa tingkat utang perusahaan mengikuti *pecking order theory*.

Sujoko dan Ugy, S. (2007) menemukan bahwa dividen dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap leverage, sementara kepemilikan institusional, suku bunga dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap leverage dan kepemilikan manajerial, keadaan pasar modal dan pangsa pasar relatif tidak berpengaruh terhadap leverage perusahaan.

Masdar, M. (2008) membuktikan bahwa *profitability*, *size* dan *growth opportunity* berpengaruh terhadap struktur modal. Temuan lain yang dalam beberapa faktor berbeda dengan temuan Masdar, M. adalah temuan Joni dan Lina (2010) yang membuktikan bahwa pertumbuhan aktiva dan struktur aktiva memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal, profitabilitas (ROA) memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal, sementara ukuran perusahaan, risiko bisnis dan dividen (DPR) tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Dari penelitian diatas, bahwa variabel yang berpengaruh terhadap struktur

modal adalah ukuran perusahaan, kemampuan laba, penggunaan aktiva tetap, pertumbuhan, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, kepemilikan institusional dan suku bunga. Secara keseluruhan hasil penelitian diatas menunjukkan bahwa terdapat beberapa faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan atau harga saham baik secara langsung maupun tidak langsung.

Penilaian saham. Seperti telah diuraikan diatas bahwa imbalan saham terdiri dari dividen dan keuntungan atau kerugian saham. Bagi pemegang saham yang memegang saham untuk selamanya, maka imbalan saham yang akan diterima hanya berupa dividen pada tahun-tahun yang akan datang tanpa pernah merealisasikan keuntungan atau kerugian saham. Nilai sekarang dari seluruh dividen yang akan diterima merupakan nilai intrinsik (NI) saham itu sendiri. Pedoman yang digunakan untuk membuat keputusan membeli, menahan atau menjual saham adalah membandingkan NI dengan harga saham yang berlaku pada saat tertentu. Apabila $NI >$ harga saham di bursa, maka harga saham tersebut dinilai terlalu murah (*undervalued*), maka saham yang dimiliki layak untuk ditahan atau perlu untuk membeli untuk menambah saham yang dimiliki. Apabila $NI =$ harga saham saat ini, berarti harga saham tersebut adalah wajar. Sebaliknya apabila $NI <$ harga saham, maka harga saham tersebut dinilai harga terlalu mahal (*overvalued*), maka saham yang dimiliki layak untuk dijual. (Farid, H dan Siswanto, S. 1998, hal: 451).

Analisis fundamental mencoba menghitung nilai intrinsik saham tertentu dengan menggunakan kinerja keuangan perusahaan. Farid, H dan Siswanto, S. (1998: 453) menyebutkan ada 2 model penilaian saham yang sering digunakan yaitu: (1) pendekatan nilai sekarang (*present value approach*) dan (2) pendekatan PER (*P/E ratio approach*). Nilai intrinsik saham berdasarkan pendekatan nilai sekarang dari arus kas atau disebut *dividend discounted model*.

1. Pendekatan *present value* (metode kapitalisasi penghasilan) dengan asumsi:
 - a. Tidak ada pertumbuhan dividen (*zero growth*), dengan rumus $P_0 = D/r$
 - b. Pertumbuhan konstan (*constant growth*), dengan rumus $P_0 = D_1 / (r-g)$ dan
 - c. Pertumbuhan multi (*multiple growth*) $P_0 = D_1 / (1+r) + D_1(1+g_1) / (1+r)^2 \dots$
2. Pendekatan kelipatan laba (*Price Earning Ratio atau PER*) dengan rumus $PER = (1-b) / (r-g)$

Secara konseptual pemahaman diatas dapat dibenarkan karena nilai intrinsik suatu saham dapat dihitung sebesar nilai sekarang dari seluruh arus kas berupa dividen yang akan diterima. Untuk menentukan nilai intrinsik saham, tergantung pada besarnya dividen yang akan dibagikan dengan asumsi yang diutarakan diatas dan tingkat diskonto atau tingkat hasil yang diminta oleh investor serta pertumbuhan dividen itu sendiri. Dalam praktek, tentu konsep diatas sulit untuk diaplikasikan karena menyangkut kesulitan untuk memperkirakan pertumbuhan yang sangat jauh sampai dengan waktu yang tidak terhingga.

Kebijakan Dividen. Besarnya laba bersih yang dibagikan kepada pemilik modal sebagai dividen tidak terlepas dari tujuan perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Brigham dan Houston (2003: 523), menyebutkan bahwa kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang yang memaksimalkan harga saham (*optimal dividend policy must strike a balance between current dividends and future growth so as to maximize the stock price*).

Dalam teori preferensi investor terdapat tiga konsep kebijakan dividen yaitu: (1) Teori irrelevansi dividen (*irrelevance theory*) yang dikemukakan oleh Merton, M dan Franco, M atau MM (1961) yang menyebutkan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham.; (2) Teori relevansi dividen (*bird-in-the-hand theory*) yang dikemukakan oleh Myron J. Gordon (1962) yang menyebutkan bahwa nilai perusahaan dapat dimaksimalkan dengan menentukan dividen yang tinggi.; (3) Teori preferensi pajak (*tax preference theory*), yaitu adanya perbedaan pajak penghasilan dengan pajak pertambahan nilai. Investor akan lebih menyukai pada pembagian dividen yang rendah karena pajak penghasilan biasanya lebih besar daripada pajak pertambahan nilai.

Struktur Modal. Struktur modal menggambarkan sejauh mana bauran antara utang dengan ekuitas untuk membiayai aset perusahaan. Ukuran yang paling umum digunakan adalah rasio antara total utang dengan total aset (*debt ratio atau DR*), rasio total utang dengan total ekuitas (*debt to equity ratio atau DER*) dan multiplier total aset terhadap ekuitas (*equity multiplier atau EM*). Kebijakan struktur modal memperhatikan pertimbangan (*trade-off*) antara risiko dan tingkat pengembalian. Semakin besar menggunakan sumber utang berarti memperbesar risiko yang akan ditanggung oleh pemilik modal, dan dengan demikian akan memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang tinggi cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham. Struktur modal yang optimal harus berada pada keseimbangan antara risiko dan pengembalian yang memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston, 2003: 478).

Lebih lanjut disebutkan bahwa terdapat empat faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal, yaitu: (1) Risiko bisnis, yaitu tingkat risiko yang terkandung dalam operasi perusahaan apabila tidak menggunakan utang. Semakin besar risiko bisnis, maka semakin rendah rasio utang yang optimal.; (2) Posisi pajak, dengan menggunakan utang berarti akan menimbulkan bunga yang mengurangi perhitungan pajak, sehingga akan menurunkan biaya utang sesungguhnya sekaligus menurunkan biaya modal keseluruhan.; (3) Fleksibilitas keuangan, yaitu kemampuan perusahaan untuk menambah modal dengan persyaratan yang wajar.; (4) Konservatisme atau agresivitas manajemen. Apabila manajer lebih agresif maka ada kecenderungan untuk memperbesar tingkat utang dalam usaha untuk meningkatkan laba.

Kemampuan Laba (Profitabilitas). Tingkat profitabilitas adalah ukuran kemampuan perusahaan memperoleh laba atas penjualan yang biasa diukur dengan *profit margin* atau *PM*, atas penggunaan aset yang biasa diukur dengan *return on asset* atau *ROA* dan atas penggunaan modal sendiri yang diukur dengan *return on equity* atau *ROE*. Dupont analysis (Brigham dan Houston, 2003: 93) menetapkan bahwa $ROE = ROA \times EM$, dimana *EM* adalah *equity multiplier* yaitu *total asset/total equity*. $ROA = PM \times TATO$, dimana *TATO* adalah perputaran total aset yaitu *total sales/total asset*. Dari persamaan tersebut, maka $ROE = PM \times TATO \times EM$. *Profit margin (PM)* menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan memperoleh laba bersih dari setiap penjualan atau menunjukkan efisiensi perusahaan, dan *total asset turn over (TATO)* menunjukkan kemampuan perusahaan mengelola aset dan *equity multiplier (EM)* menunjukkan struktur modal perusahaan. Dengan demikian tingkat pengembalian atas modal sendiri atau *ROE* dipengaruhi oleh efisiensi perusahaan, efektifitas penggunaan aset dan struktur modal perusahaan.

Ukuran Perusahaan. Berbagai macam ukuran yang biasa digunakan untuk menentukan ukuran perusahaan. Jumlah total aset, total penjualan, jumlah pegawai. Semakin tinggi ukuran perusahaan menunjukkan tingkat prospek dan risiko perusahaan, artinya bahwa semakin besar perusahaan semakin diyakini akan mampu untuk memberi jaminan kepada pihak lain termasuk karyawan. Ukuran perusahaan yang besar, dianggap sebagai suatu indikator yang menggambarkan tingkat risiko bagi investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki kemampuan finansial yang baik, maka perusahaan tersebut juga akan mampu memenuhi segala kewajibannya serta memberikan tingkat pengembalian yang memadai bagi investor (Joni dan Lina. 2010)

Hubungan likuiditas dengan Profitabilitas. Hubungan likuiditas dengan profitabilitas dapat dijelaskan dengan logika bahwa semakin tinggi aktiva lancar, misalnya kas yang hanya mampu memberikan tingkat hasil dari penerimaan bunga bank. Berbeda dengan aktiva tetap misalnya mesin yang digunakan untuk memproduksi dalam rangka mendukung rencana penjualan. Melalui peningkatan penjualan diharapkan akan meningkatkan laba dan pada akhirnya akan berdampak pada kebijakan dividen.

Rasio lancar (*current ratio* atau *CR*) adalah salah satu ukuran likuiditas perusahaan dengan rumus $CR = \text{aktiva lancar} / \text{utang lancar}$. Secara sederhana rumus ini berbanding terbalik dengan rasio total utang dibagi total aset (*debt to total asset ratio*). Apabila penambahan modal diperoleh dari peningkatan utang dan komposisi utang jangka pendek dengan utang jangka panjang dipertahankan konstan maka setiap penambahan utang akan menambah utang jangka pendek yang semakin besar dan akhirnya akan menurunkan likuiditas.

Pembiayaan melalui utang akan memperoleh penghematan pajak dari bunga sehingga diperkirakan tingkat utang akan berbanding lurus dengan tingkat pengembalian modal sendiri (*return on equity* atau *ROE*). Penambahan modal melalui utang perusahaan dan mempertahankan jumlah modal sendiri akan menurunkan proporsi ekuitas (modal sendiri). Peningkatan laba bersih dengan jumlah modal sendiri yang konstan akan meningkatkan *ROE*. Dari perkiraan demikian, maka tingkat likuiditas akan berbanding terbalik dengan tingkat pengembalian modal sendiri, yang berarti semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan maka tingkat profitabilitas akan semakin kecil. Tingkat likuiditas berpengaruh negatif terhadap tingkat profitabilitas, tetapi tingkat likuiditas ini berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen dan nilai saham (Suharli dan Oktorina, 2005).

Tujuan utama penelitian ini adalah untuk membuktikan bahwa: (1) Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap manajemen utang; (2) Likuiditas berpengaruh terhadap profitabilitas; (3) Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap profitabilitas; (4) Manajemen utang berpengaruh terhadap profitabilitas; (5) Likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (6) Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (7) Manajemen utang berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (8) Likuiditas berpengaruh terhadap nilai saham; (9) Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai saham; (10) Manajemen utang berpengaruh terhadap nilai saham; (11) Profitabilitas berpengaruh terhadap nilai saham; (12) Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai saham.

Penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi manajemen perusahaan dan para investor serta pihak lain yang berkepentingan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham sebagai dasar untuk melakukan transaksi di bursa menjual, menahan atau membeli saham tertentu dan untuk pengembangan ilmu investasi khususnya penilaian saham.

METODE

Rancangan Penelitian. Sesuai dengan tujuan penelitian ini, bahwa jenis penelitian ini dirancang sebagai penelitian eksplanatoris. Pengertian penelitian eksplanatoris menurut Singarimbun dan Effendi (1995) yaitu penelitian yang dilakukan dengan maksud penjelasan (*explanatory* atau *confirmatory*) atas hubungan antar variabel melalui pengujian hipotesis.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel. Penelitian ini menggunakan 6 variabel laten, yang terbagi menjadi 2 variabel laten eksogen (bebas) dan 4 variabel laten endogen (terikat). Definisi operasional dan pengukuran variabel penelitian adalah sebagai berikut:

1. Likuiditas adalah variabel yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Likuiditas ditetapkan oleh variabel indikator CAR (*current asset ratio*) dengan definisi operasional proporsi aktiva lancar perusahaan terhadap utang jangka pendek (utang lancar), dengan rumus perhitungan :

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Utang lancar}}$$

2. Ukuran Perusahaan adalah variabel untuk melihat besar kecilnya perusahaan. Ukuran perusahaan ditetapkan oleh variabel indikator TA (*Total Asset dalam Ln*). Definisi operasional TA adalah total aset yang digunakan menjalankan operasi perusahaan .
3. Manajemen Utang adalah variabel yang menunjukkan seberapa besar pembiayaan perusahaan yang berasal dari utang. Manajemen Utang ditetapkan oleh DER (*Total Debt to total equity*) dengan definisi operasional proporsi total utang terhadap modal sendiri. Rumus perhitungannya adalah:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total utang}}{\text{Modal sendiri}}$$

4. Profitabilitas adalah variabel yang menunjukkan efektivitas operasi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Profitabilitas ditetapkan oleh satu variabel manifes/*observed variable/measured variable*/variabel indikator yaitu ROE (*return on common equity*). Definisi operasional ROE adalah rasio di pengukuran profitabilitas yang mengukur pengembalian atas ekuitas saham biasa. Rasio ini diukur dengan rumus :

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Modal sendiri}}$$

5. Kebijakan dividen adalah variabel yang menunjukkan kebijakan yang dikeluarkan oleh perusahaan berkaitan dengan berapa besaran dividen yang diberikan kepada pemegang saham (investor). Kebijakan dividen memiliki satu variabel indikator yaitu DPR (*dividend payout ratio*). Definisi operasional DPR adalah proporsi dividen per lembar saham terhadap laba per lembar saham dengan rumus perhitungan :

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

6. Nilai saham adalah variabel yang terbentuk berdasarkan kekuatan pasar (kekuatan permintaan dan penawaran) di bursa. Nilai saham merupakan variabel yang mencitrakan nilai perusahaan pada waktu tertentu. Nilai saham ditetapkan satu variabel indikator yaitu PBV (*price to book value*) dengan definisi operasional proporsi harga pasar per lembar saham terhadap nilai buku per lembar saham satu minggu setelah tanggal laporan keuangan. Rumus yang digunakan untuk perhitungan PBV adalah :

$$PBV = \frac{\text{Harga pasar per lembar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$$

Teknik Penentuan Sampel. Sampel adalah elemen dari populasi yang dipilih secara cermat sebagai subyek pengukuran yang dapat menjadi dasar penarikan kesimpulan tentang seluruh populasi. Sampel diambil dari 149 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009 dengan menggunakan metode *purpose sampling* yaitu sample yang memiliki data laporan keuangan yang lengkap. Sampel diambil dari perusahaan-perusahaan yang memiliki ekuitas positif. Perusahaan dengan ekuitas negatif dikeluarkan dari sample, karena bisa menyebabkan distorsi/kekaburan data.

Teknik Pengumpulan Data. Data yang digunakan adalah data sekunder dari berbagai laporan keuangan atas 149 perusahaan yang masuk listing Bursa Efek Indonesia untuk periode pelaporan tahun 2009.

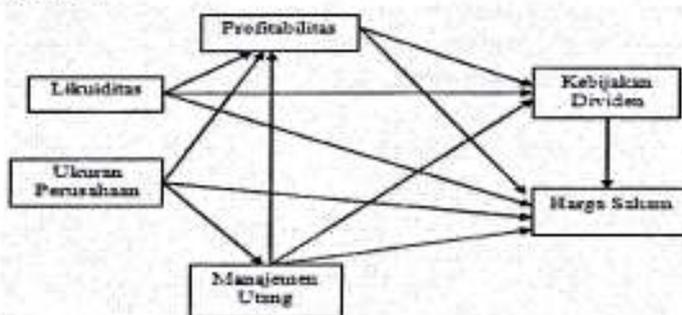
Teknik Analisis dan Hipotesis. Untuk menguji pengaruh antara beberapa variabel bebas (eksogen) dengan beberapa variabel terikat (endogen), dan antar variabel terikat (analisis multivariat) digunakan pemodelan persamaan structural yang sering dikenal sebagai teknik SEM (*structural equation modelling*). SEM merupakan piranti analisis data yang lebih tepat digunakan dalam kondisi kompleksnya permasalahan terkait dengan keterlibatan beberapa variabel laten dan variabel terukur/indikator.

Tujuan utama analisis dengan SEM adalah untuk memperoleh model yang masuk akal, sesuai dan cocok dengan permasalahan yang sedang dikaji dalam suatu penelitian dengan cara: (1) Secara metodologis dan empiris diuji apakah asumsi-asumsi yang melekat pada model yang dikembangkan dalam penelitian dapat dipenuhi; (2) Dengan teknik deduksi menguji apakah model yang dikembangkan dalam penelitian sesuai bagi permasalahan yang sedang dikaji; (3) Dengan teknik deduksi menguji apakah hipotesis-hipotesis yang berkaitan dengan parameter-parameter model yang diajukan dalam penelitian diterima.

SEM merupakan teknik analisis multivariat yang menggabungkan model pengukuran analisis faktor konfirmatori dengan model struktural (analisis regresi, analisis jalur). Analisis faktor konfirmatori (*confirmatory factor analysis = CFA*) digunakan untuk menguji sebuah model pengukuran, yang dengan alat ini akan diketahui apakah sebuah indikator memang benar-benar dapat menjelaskan sebuah konstruk. Dengan melakukan CFA, dapat saja sebuah indikator dianggap tidak kuat berpengaruh atau dapat menjelaskan sebuah konstruk. Sementara itu, analisis regresi (*multiple regression analysis*) digunakan untuk menguji sebuah model struktural. Dengan alat ini dapat diketahui apakah ada hubungan yang signifikan diantara variabel-variabel eksogen (bebas) dengan variabel endogen (terikat).

Hipotesis. Sesuai dengan tujuan penelitian yang diutarakan, maka ada 12 hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini yaitu diduga bahwa: (1) Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap manajemen utang; (2) Tingkat likuiditas perusahaan berpengaruh terhadap profitabilitas; (3) Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap profitabilitas; (4) Manajemen utang berpengaruh terhadap profitabilitas; (5) Tingkat likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (6) Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (7) Manajemen utang berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (8) Tingkat likuiditas berpengaruh terhadap nilai saham; (9) Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai saham; (10) Manajemen utang berpengaruh terhadap nilai saham; (11) Profitabilitas

berpengaruh terhadap nilai saham; (12) Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai saham. Berdasarkan hipotesis yang diajukan diatas, berikut digambarkan hubungan antar variabel sebagai berikut:



Gambar 1: Diagram Model Penelitian

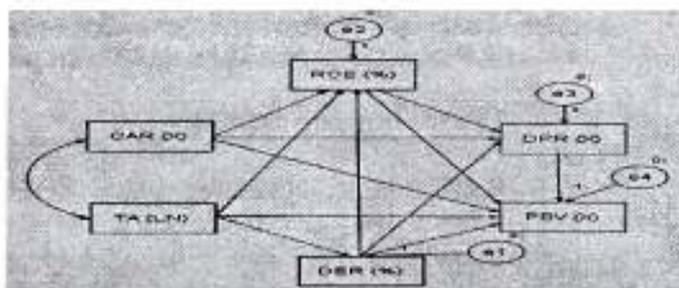
Dari 12 hipotesis yang diajukan dan diagram model penelitian diatas, maka dapat disusun 4 model penelitian sebagai berikut.

1. $DER = \gamma_{11} TA + e_1$
2. $ROE = \beta_{21} DER + \gamma_{21} CAR + \gamma_{22} TA + e_2$
3. $DPR = \beta_{31} DER + \beta_{32} ROE + \gamma_{31} CAR + e_3$
4. $PBV = \beta_{41} DER + \beta_{42} ROE + \beta_{43} DPR + \gamma_{41} CAR + \gamma_{42} TA + e_4$

Penjelasan model diatas adalah: (1) Manajemen utang dipengaruhi oleh ukuran perusahaan; (2) Profitabilitas dipengaruhi oleh manajemen utang, likuiditas dan ukuran perusahaan; (3) Kebijakan dividen dipengaruhi oleh manajemen utang, profitabilitas dan likuiditas perusahaan; (4) Nilai saham dipengaruhi oleh manajemen utang, profitabilitas, kebijakan dividen, likuiditas dan ukuran perusahaan

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Data. Penelitian dilakukan terhadap beberapa variabel dengan model korelasi variabel eksogen terhadap variabel endogen, dan variabel endogen terhadap variabel endogen lainnya. Pemodelan dilakukan berdasarkan teori dan hasil penelitian sebelumnya, yang kemudian dituangkan pada diagram jalur dengan model awal/tahap pertama sebagaimana gambar dibawah.



Gambar 2. Diagram Model Awal/Tahap Pertama Faktor yang Mempengaruhi Harga Saham

Sumber: diolah penulis

Dari gambar 2 di atas terlihat bahwa terdapat 2 variabel eksogen manifes yaitu CAR dan TA; 4 variabel endogen manifes yaitu DER, ROE, DPR dan PBV; serta 4 variabel eksogen laten yaitu error 1, error 2, error 3 dan error 4. Variabel endogen manifes DER, ROE dan DPR juga merupakan variabel intervening atau mediator yang memiliki anteseden (variabel yang mendahului) dan memiliki konskuen (variabel sesudahnya). Anteseden variabel endogen ROE adalah CAR, TA dan DER, sedangkan sebagai konskuen adalah DPR dan PBV. Sementara itu variabel endogen DPR memiliki anteseden ROE, CAR dan DER, serta konskuen PBV. Sedangkan variabel endogen DER memiliki anteseden TA, serta konskuen ROE, DPR dan PBV.

Hubungan antara variabel eksogen dengan variabel endogen ditandai dengan anak panah satu ujung dari variabel eksogen (CAR, TA) ke variabel endogen (DER, ROE, DPR, atau PBV). Hubungan antar variabel endogen ditandai anak panah dari variabel endogen satu ke variabel endogen lainnya (DER ke ROE, DPR dan PBV; ROE ke DPR dan PBV). Selain itu hubungan antar variabel eksogen digambarkan dengan anak panah dua sisi yang mengindikasikan kovarian antara CAR dengan TA. Berdasarkan *data notes of group* sebagaimana hasil text output AMOS tabel 1 terlihat bahwa model berbentuk *recursive* yang berarti model hanya satu arah, dan bukan model resiprokal atau saling mempengaruhi. Jumlah sampel adalah 149. Keberadaan variabel eksogen dan endogen pada program AMOS dapat dilihat hasil text output sebagaimana pada tabel 2.

Tabel 1. Text Output – Notes for Group

The screenshot shows the AMOS Output window with the following content:

T: Amos Output	
<ul style="list-style-type: none"> APR 03, 2011 Analysis Summary Notes for Group Variable Summary Parameter summary Assessment of normality Observations farthest from th Notes for Model Estimates Minimization History Model Fit Execution Time 	<p>Notes for Group (Group number 1)</p> <p>The model is recursive. Sample size = 149</p>

Tabel 2. Variabel Summary

The screenshot shows the AMOS Output window with the following content:

T: Amos Output	
<ul style="list-style-type: none"> Analysis Summary Notes for Group Variable Summary Parameter summary Assessment of normality Observations farthest from th Notes for Model Estimates Minimization History Model Fit Execution Time 	<p>Variable Summary (Group number 1)</p> <p>Your model contains the following variables (Group number 1):</p> <p>Observed, endogenous variables</p> <p>DPR (O) ROE (%) DER (%) PBV (O)</p> <p>Observed, exogenous variables</p> <p>CAR (O) TA (LN)</p> <p>Unobserved, exogenous variables</p> <p>e2 e3 e4 e1</p>

Sumber: diolah penulis

Uji Kualitas Data. Proses analisis dimulai dari uji distribusi normal dan eliminasi terhadap data outlier. Setelah distribusi normal terpenuhi maka dilakukan uji kesesuaian model dan pengujian hipotesis penelitian. Uji distribusi normal terhadap 149 sampel yang sudah dipilih, didapatkan data tidak terdistribusi secara normal baik secara univariat

maupun multivariat, yang hal ini ditandai dari nilai cr kurtosis > dari 2,58 (signifikan pada 1 %) seperti tertera pada tabel 3.

Tabel 3. Uji Distribusi Normal atas 149 Data

Variable	min	max	skew	c.r.	kurtosis	c.r.
TA (LN)	22,464	32,211	-.021	-,107	,137	,341
DER (%)	,369	7560,769	9,385	46,767	97,041	241,793
CAR (X)	,034	59,007	7,671	38,229	69,483	173,127
ROE (%)	,057	2598,465	9,811	48,891	101,573	253,085
DPR (X)	,000	813,857	6,280	31,297	42,448	105,766
PBV (X)	,006	581,195	8,060	40,165	65,698	163,697
Multivariate					433,939	270,306

Sumber: diolah penulis

Berdasarkan tabel 3 diatas terlihat bahwa hanya ada satu cr kurtosis univariat yang lebih kecil dari 2,58, sementara cr kurtosis univariat yang lain bervariasi antara 105,766 sampai dengan 241,793 sedangkan cr kurtosis multivariat adalah 270,306 yang semua nilai dimaksud jauh lebih besar dari 2,58. Dengan tidak terpenuhinya distribusi normal terhadap 149 data yang dijadikan sampel, maka harus dilakukan pengecekan data outlier dengan membuka *observation farthest from the centroid* yang tertera pada tabel-4.

Seperti yang terlihat pada tabel 4 berikut terlihat bahwa data pada nomor 5, 62, 127, 113, 76, 112, 38, 18, dan 10 merupakan data outlier karena memiliki nilai p1 dan p2 kurang dari 0,05. *Mahalanobis d-squared* digunakan untuk mengukur jarak skor memiliki jarak yang paling jauh dari nilai centroidnya, yaitu dengan nilai *Mahalanobis d-squared sebesar* 140,296. Penanganan terhadap data outlier adalah dengan eliminasi/penghapusan data dimaksud.

Hasil observasi terhadap nilai centroidnya. Dari data diatas terlihat bahwa data no. 5 Setelah dilakukan penghapusan terhadap data outlier, maka akan dilakukan uji distribusi normal. Jika hasil masih menunjukkan distribusi data tidak normal, maka akan dilakukan pengecekan data outlier yang kemudian akan diikuti proses eliminasi data outlier, serta uji distribusi normal, demikian seterusnya sehingga didapatkan distribusi data normal.

Tabel 4. *Observations Farthest from the Centroid* atas 149

Observation number	Mahalanobis d-squared	p1	p2
5	140,296	,000	,000
62	126,093	,000	,000
127	114,678	,000	,000
113	112,457	,000	,000
76	80,195	,000	,000
112	36,851	,000	,000
38	28,686	,000	,000
18	22,808	,001	,000
10	15,469	,017	,001
143	12,870	,045	,138
119	11,729	,068	,440
146	9,943	,127	,973

Berdasarkan pengujian dengan program aplikasi AMOS 7, maka distribusi data normal didapatkan setelah proses eliminasi data outlier mencapai 57 buah data sehingga tersisa 92 data sebagaimana tertera pada tabel-5.

Tabel 5. Uji Distribusi Normal atas 92 Data

Amos Output							
UPN Lk.amw							
Assessment of normality (Group number 1)							
Variable	min	max	skew	c.r.	kurtosis	c.r.	
TA (LN)	24,075	32,211	,133	,523	-,171	-,334	
DER (%)	3,747	350,217	,631	2,469	-,320	-,626	
CAR (X)	,248	3,925	,719	2,816	,101	,198	
ROE (%)	,129	29,064	,788	3,085	-,601	-1,177	
DPR (X)	,000	,654	1,781	6,975	2,555	5,001	
PBV (X)	,006	6,074	1,272	4,980	,430	,843	
Multivariate					2,166	1,060	

Sumber diolah penulis

Dari tabel 5 diatas terlihat bahwa cr kurtosis multivariat adalah 1,060 yang berarti berada pada interval $-2,58$ s/d $2,58$ sebagaimana dipersyaratkan sebagai c.r. kurtosis untuk distribusi data yang normal pada tingkat signifikansi 1 %. Hal ini sejalan juga dengan nilai p1 dan p2 yang secara tidak bersama-sama kurang dari 0,05 sebagaimana pada tabel 6.

Berdasarkan tabel 6 dimaksud terlihat bahwa walaupun masih terdapat p1 yang dibawah 0,05, namun karena p2 diatas 0,05, maka sudah tidak ada data yang dikatakan sebagai data outlier. Sehingga data 92 yang tersisa sudah siap dilaksanakan analisis untuk pengujian hipotesis. Tetapi sebelum pengujian hipotesis perlu dilakukan pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*).

Tabel 6. Observations Farthest from the Centroid atas 92 Data

Amos Output				
UPN Lk.amw				
Observations farthest from the centroid (Mahalanobis distance) (Group number 1)				
Observation number	Mahalanobis d-squared	p1	p2	
51	18,790	,005	,342	
72	16,801	,010	,236	
80	13,592	,035	,620	
30	13,084	,042	,538	
27	12,761	,047	,435	
39	12,326	,055	,396	
71	12,189	,058	,284	
74	11,404	,077	,409	
8	11,284	,080	,315	
4	10,789	,095	,378	
81	10,316	,112	,456	

Sumber: dilah penulis

Uji Kesesuaian Model. Dari beberapa uji kesesuaian model sebagaimana pada tabel 7 dan tabel 8 didapatkan bahwa model sudah fit atau model yang bagus untuk proses analisis selanjutnya.

Tabel 7. RMR, GFI dan AGFI

Model	RMR	GFI	AGFI	PGFI
Default model	8,497	,940	,371	,090
Saturated model	,000	1,000		
Independence model	10,193	,735	,629	,525

Tabel 8. NFI dan TLI

Model	NFI	<u>RFI</u>	IFI	TLI	CFI
	Delta1	<u>rho1</u>	Delta2	rho2	
Default model	,818	-,364	,834	-,424	,810
Saturated model	1,000		1,000		1,000
Independence model	,000	,000	,000	,000	,000

Sumber: diolah penulis

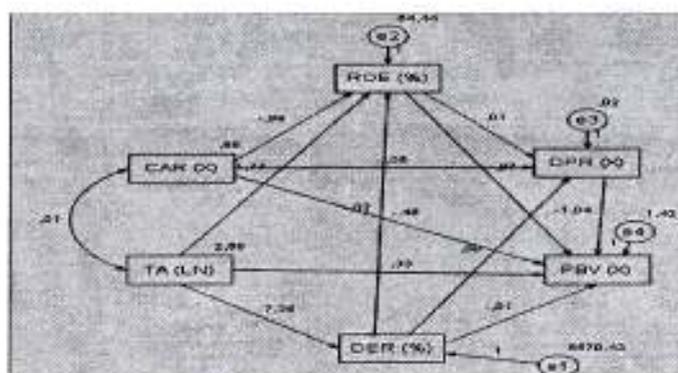
Dari tabel 7 terlihat bahwa nilai GFI sebesar 0,940 adalah angka yang besar dan mendekati 1. Hal ini menunjukkan model sudah fit. Sedangkan dari tabel 8 terlihat bahwa nilai NFI sebesar 0,818 merupakan angka yang besar dan mendekati nilai perfect fit (1), karena itu berdasarkan uji incremental fit measures maka model dikatakan fit.

Pembahasan. Model Tahap Awal. Dengan menggunakan program AMOS (*analysis of moment structure*) maka diagram jalur yang sudah dibuat yang kemudian dikonversi ke persamaan struktural, dilakukan analisis berdasarkan nilai *estimate* dan *probability* yang dihasilkan dari perhitungan komputer sebagaimana pada tabel 9.

Tabel 9. Regression Weight (Group Number 1 – Default Model)

		Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
DER (%)	<--- TA (LN)	7,352	4,775	1,540	,124	
ROE (%)	<--- CAR (X)	-,889	1,023	-,869	,385	
ROE (%)	<--- TA (LN)	1,771	,520	3,404	***	
ROE (%)	<--- DER (%)	-,015	,011	-1,363	,173	
DPR (X)	<--- CAR (X)	,050	,016	3,027	,002	
DPR (X)	<--- ROE (%)	,006	,002	4,050	***	
DPR (X)	<--- DER (%)	,000	,000	-1,168	,243	
PBV (X)	<--- CAR (X)	-,451	,160	-2,825	,005	
PBV (X)	<--- TA (LN)	,335	,082	4,089	***	
PBV (X)	<--- DER (%)	-,006	,002	-3,300	***	
PBV (X)	<--- ROE (%)	,072	,017	4,290	***	
PBV (X)	<--- DPR (X)	-1,041	,975	-1,067	,286	

Sumber: diolah penulis



Gambar 3. Diagram Jalur Model Awal dengan Nilai Estimate Koefisien
Sumber: diolah penulis

Model Tahap Awal. Dari tabel 9 di muka dapat disampaikan hasil analisis terkait dengan pengujian hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 1: Pengaruh ukuran perusahaan terhadap manajemen utang. Hasil uji regresi diatas menunjukkan bahwa meskipun koefisien regresinya sebesar 7,352 tetapi secara statistik ukuran perusahaan (TA) tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap manajemen utang (DER) yang ditunjukkan nilai P (probabilitas) sebesar 0,124 yang jauh diatas 0,05. Temuan ini tidak mendukung temuan Ugy dan Sujoko, S (2007) dan temuan Joni dan Lina (2010).

Hipotesis 2: Pengaruh likuiditas terhadap profitabilitas. Nilai koefisien regresi sebesar -0,889 dan nilai P (probabilitas) sebesar 0,385 menunjukkan bahwa meskipun terdapat hubungan yang negatif tetapi secara statistik tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap profitabilitas (ROE) Temuan ini tidak sesuai dengan ekspektasi dari teori yang menyebutkan bahwa tingkat likuiditas perusahaan akan berpengaruh negatif terhadap tingkat profitabilitas perusahaan dan tidak mendukung temuan Yunie (2002).

Hipotesis 3: Pengaruh ukuran perusahaan terhadap profitabilitas. Hasil uji regresi dengan koefisien regresi sebesar 1,771 terbukti bahwa ukuran perusahaan (TA) berpengaruh secara signifikan terhadap profitabilitas (ROE) yang ditunjukkan nilai P (probabilitas) sebesar 0,000 jauh dibawah 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka akan berpengaruh positif terhadap tingkat profitabilitas perusahaan. Temuan ini mendukung sebagian temuan Velnampy, Y. dan Nimalathanan, B. (2010) yang hanya terbukti pada Commercial Bank of Ceylon di Srilanka, dan mendukung temuan Hadri, K. (2005) meskipun dengan pengukuran yang berbeda.

Hipotesis 4: Pengaruh manajemen utang terhadap profitabilitas. Hasil uji regresi dengan nilai koefisien regresi sebesar -0,015 dan nilai P (probabilitas) sebesar 0,173 membuktikan bahwa meskipun koefisien arahnya yang bertanda negatif tetapi secara statistik manajemen utang (DER) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap profitabilitas. Temuan ini tidak sesuai dengan harapan teori dan tidak mendukung temuan Yunie, H. (2007).

Hipotesis 5: Pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen. Dari uji regresi terlihat bahwa tingkat likuiditas (CAR) dengan koefisien regresi sebesar 0,050 dan nilai P

(probabilitas) sebesar 0,002 yang jauh dibawah 0,05 membuktikan bahwa tingkat likuiditas berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Temuan ini mendukung hasil penelitian Sutrisno (2003), Prihatono (2003) dan Suharli dan Oktorina (2005) serta Rosdini (2009) yang membuktikan bahwa tingkat likuiditas mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Hipotesis 6: Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Dari uji regresi terlihat bahwa profitabilitas (ROE) berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR) yang ditunjukkan oleh nilai P (probabilitas) sebesar 0,000 jauh lebih kecil dari 0,05 dan nilai estimate sebesar 0,006. Temuan ini sejalan dengan temuan Suharli dan Oktorina (2005)

Hipotesis 7: Pengaruh manajemen utang terhadap kebijakan dividen. Hasil uji regresi diatas membuktikan bahwa tingkat profitabilitas (ROE) dengan koefisien sebesar 0,000 dan nilai P (probabilitas) sebesar 0,243 jauh lebih besar dari 0,05 secara statistik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Temuan ini menunjukkan koefisien arah yang mendekati nol berarti hampir tidak ada pengaruh tingkat utang terhadap kebijakan dividen dan tidak sesuai dengan temuan Sutrisno (2001), Prihatono (2003) dan Suharli & Oktorina (2005) yang membuktikan bahwa tingkat utang mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Hipotesis 8: Pengaruh likuiditas terhadap harga saham. Nilai koefisien regresi sebesar -0,451 dan nilai P (probabilitas) 0,005 yang jauh dari 0,05 membuktikan bahwa tingkat likuiditas mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai saham. Temuan ini bertolak belakang dengan temuan Puspasari (2005) yang menemukan bahwa *cash ratio* berpengaruh positif terhadap harga saham.

Hipotesis 9: Pengaruh ukuran perusahaan terhadap harga saham. Hasil analisis menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar 0,335 dan nilai P (probabilitas) 0,000 membuktikan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang bisa dimaknai semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin tinggi harga saham. Temuan ini mendukung temuan Sujoko dan Ugy, S (2007).

Hipotesis 10: Pengaruh manajemen utang terhadap harga saham. Hasil analisis membuktikan bahwa manajemen utang (DER) berpegaruh negatif dan signifikan terhadap nilai saham yang ditandari nilai koefisien regresi -0,006 dan nilai P (probabilitas) 0,000. Artinya semakin tinggi tingkat utang perusahaan akan direspons negatif oleh pasar. Temuan ini mendukung teori struktur modal model *trade-off* yang menyatakan bahwa jumlah utang yang tinggi akan menurunkan nilai perusahaan (Brigham & Houston, 2003) dan sesuai dengan temuan Zuobao, et al. (2005), Sujoko dan Ugy, S. (2007) dan Stella (2009),tetapi bertolak belakang dengan temuan Corry, MG dan Firman, S., Masdar, M. (2008) dan Humera, et al. (2011), yang membuktikan bahwa leverage mempunyai hubungan positif terhadap nilai Tobin's Q atau harga saham.

Hipotesis 11: Pengaruh profitabilitas terhadap harga saham. Tingkat profitabilitas (ROE) secara statistik mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai saham yang ditandari nilai estimasi sebesar 0,072 dan P (probabilitas) 0,000. Temuan ini sesuai dengan temuan Puspasari (2005), Sujoko dan Ugy, S (2007) dan Bram, H. (2008) yang

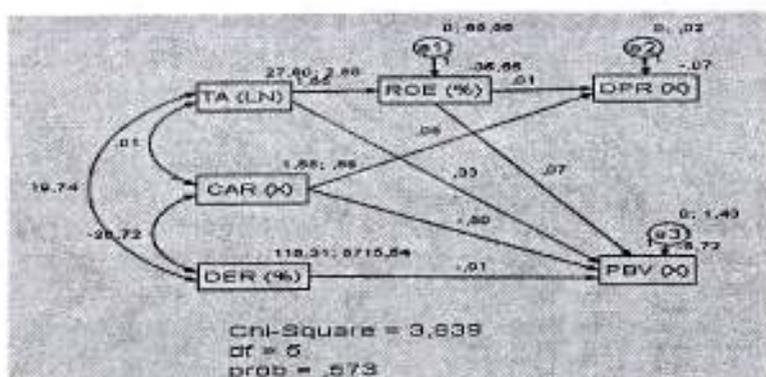
membuktikan bahwa tingkat profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap nilai saham perusahaan.

Hipotesis 12: Pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham. Hasil analisis dengan koefisien regresi sebesar $-1,041$ dan P (probabilitas) $0,286$ menunjukkan bahwa kebijakan dividen direspons negatif meskipun secara statistik tidak signifikan. Hal ini membuktikan hipotesis yang menduga bahwa DPR berpengaruh secara signifikan terhadap PBV tidak terbukti. Hasil penelitian ini sejalan dengan teori *irrelevant dividend* dari Miller dan Modigliani, yang menyampaikan bahwa rasio pembayaran dividen (DPR) hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham. M & M (1961) yang berargumen bahwa nilai perusahaan (harga saham) ditentukan hanya oleh kemampuan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan. Temuan ini bertolak belakang dengan temuan dari Apriani (2005) dan Sujoko dan Ugy, S (2007) yang mendukung relevansi dividen Myron J, Gordon (1962).

Model Tahap Kedua. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis sebelumnya maka perlu disusun model tahap kedua dari model awal/tahap pertama. Tujuan penyusunan kembali model tahap kedua ini adalah untuk mendapatkan model yang sesuai dengan kondisi permasalahan yang ada. Model tahap kedua ini disusun dengan pola menghapuskan: (1) Hubungan antara variabel eksogen dengan variabel endogen yang tidak signifikan; (2) Hubungan antara variabel endogen dengan variabel endogen lainnya yang tidak signifikan. Dengan mengikuti pola penghapusan yang diutarakan diatas, maka dilakukan penghapusan 5 hipotesis yaitu: (1) Pengaruh ukuran perusahaan terhadap manajemen utang; (2) Pengaruh likuiditas terhadap profitabilitas; (3) Pengaruh manajemen utang terhadap profitabilitas; (4) Pengaruh manajemen utang terhadap kebijakan dividen; (5) Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai saham.

Model baru (tahap kedua) setelah dilakukan penghapusan tersebut diatas, akan menyisakan 7 hubungan yaitu: (1) Pengaruh ukuran perusahaan terhadap profitabilitas; (2) Pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen; (3) Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen; (4) Pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai saham; (5) Pengaruh likuiditas terhadap nilai saham; (6) Pengaruh manajemen utang terhadap nilai saham; (7) Pengaruh profitabilitas terhadap nilai saham.

Berikut adalah gambar diagram jalur model tahap kedua (model baru).



Gambar 4 . Model Tahap Kedua

Sumber: diolah penulis

Berdasarkan gambar 4 dan tabel 10, jika dilihat dari variabel bisa diukur (*observed/manifes*) maka pada model baru terdapat 6 *observed variable* yaitu 3 variabel endogen ROE, DPR dan PBV, serta 3 variabel eksogen TA, CAR dan DER. Selain itu terdapat 3 *un-observed variable* yaitu e1, e2, dan e3. Selain itu terdapat 1 variabel *intervening* (antara) yaitu ROE dengan anteseden TA dan konsekuensi DPR atau PBV.

Tabel 10. Text Output Variabel Summary – Model Tahap Kedua

<ul style="list-style-type: none"> Variable Summary Parameter summary Notes for Model Estimates Minimization History Model Fit Execution Time 	<p>Your model contains the following variables (Group number 1)</p> <p>Observed, endogenous variables</p> <p>ROE (%) PBV (X) DPR (X)</p> <p>Observed, exogenous variables</p> <p>TA (LN) CAR (X) DER (%)</p> <p>Unobserved, exogenous variables</p> <p>e1 e2 e3</p>
--	---

Sumber: data diolah

Tabel 11. Regression Weight Model Tahap Kedua

Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

		Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
ROE (%) <---	TA (LN)	1,654	,518	3,193	,001	
PBV (X) <---	DER (%)	-,005	,002	-2,882	,004	
PBV (X) <---	ROE (%)	,065	,016	4,210	***	
PBV (X) <---	TA (LN)	,333	,082	4,062	***	
DPR (X) <---	CAR (X)	,058	,016	3,521	***	
PBV (X) <---	CAR (X)	-,503	,170	-2,962	,003	
DPR (X) <---	ROE (%)	,006	,002	4,097	***	

Sumber: data diolah

Tabel 12. Intercept (Group Number 1 – Default Model)

Intercepts: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
ROE (%)	-35,546	14,427	-2,464	,014	
DPR (X)	-,075	,034	-2,169	,030	
PBV (X)	-6,725	2,216	-3,035	,002	

Sumber: data diolah

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap profitabilitas. Dari tabel 11, terlihat bahwa variabel eksogen TA berpengaruh secara signifikan positif terhadap variabel endogen ROE. Hal ini ditandai dengan nilai estimate 1,654 dan nilai P (probabilitas) dibawah 0,05. Interpretasi lebih lanjut adalah berarti ukuran perusahaan berpengaruh signifikan dan berbanding lurus terhadap profitabilitas, artinya semakin tinggi ukuran perusahaan maka profitabilitas juga akan semakin tinggi. Berdasarkan Tabel 11 dan tabel 12 maka model persamaan struktural tahap kedua pengaruh TA terhadap ROE yang dapat disusun berdasarkan hasil estimasi koefisien dan intersept adalah:

$$ROE = -35,546 + 1,654 TA$$

Pengaruh likuiditas, manajemen utang terhadap kebijakan dividen. Dari tabel 11 terlihat bahwa variabel endogen CAR mempengaruhi secara signifikan positif terhadap variabel endogen DPR. Hal ini terlihat dari nilai koefisien regresi sebesar 0,058 dan nilai *probability* 0,000. Selain itu juga terlihat bahwa variabel eksogen ROE juga mempengaruhi variabel endogen DPR, dengan koefisien regresi 0,006 dan nilai probabilitas 0,000 jauh dibawah 0,05. Interpretasi atas hasil penelitian ini adalah bahwa likuiditas dan profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan maka akan mendorong peningkatan kemampuan membayarkan dividen. Demikian juga tingkat profitabilitas, semakin tinggi profitabilitas maka akan mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham.

Model persamaan struktural tahap kedua, faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yaitu tingkat likuiditas dan profitabilitas dapat disusun berdasarkan hasil estimasi koefisien dan intersept adalah:

$$DPR = -0,075 + 0,058 CAR + 0,006 ROE$$

Pengaruh ukuran perusahaan, likuiditas, manajemen utang dan profitabilitas terhadap nilai saham. Tabel 11 menunjukkan bahwa variabel endogen TA berpengaruh secara signifikan positif terhadap variabel endogen PBV. Hal ini terlihat dari koefisien regresi sebesar 0,333 dan nilai probabilitas 0,000 jauh dibawah 0,05. Sementara itu variabel eksogen CAR dengan koefisien regresi -0,503 dan probabilitas 0,003 membuktikan bahwa tingkat likuiditas berpengaruh negatif secara signifikan terhadap variabel endogen PBV. Variabel endogen DER dengan nilai koefisien regresi -0,005 dan probabilitas 0,004 membuktikan bahwa tingkat utang mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai saham. Demikian juga variabel endogen ROE dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,065 dan probabilitas 0,000 membuktikan bahwa tingkat profitabilitas mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai saham. Temuan ini menunjukkan perusahaan yang diukur dengan PBV akan semakin besar pada perusahaan yang mempunyai ROE tinggi dan ukuran perusahaan besar, tetapi PBV akan semakin rendah pada perusahaan yang mempunyai tingkat utang dan tingkat likuiditas yang tinggi.

Model persamaan struktural tahap kedua, faktor yang mempengaruhi nilai saham yaitu ukuran perusahaan, tingkat likuiditas dan tingkat utang serta kemampuan laba dapat disusun berdasarkan hasil estimasi koefisien dan intersept adalah :

$$PBV = -6,725 + 0,333 TA - 0,053 CAR - 0,005 DER + 0,065 ROE$$

Hubungan Tidak Langsung TA dengan DPR. Berdasarkan tabel 13 terlihat adanya pengaruh langsung antara TA ke ROE sebesar 0,317 dan pengaruh langsung antara ROE ke DPR sebesar 0,374. Berdasarkan pengaruh langsung dimaksud maka pengaruh tidak

langsung TA ke DPR didapatkan dari hasil perkalian $(0,317) (0,374) = 0,118558$, dan hal ini dibuktikan di tabel 14 atas pengaruh tidak langsung TA ke DPR sebesar 0,119.

Tabel 13. Standardized Direct Effect (Group Number 1 - Default Model)

	TA (LN)	ROE (%)	DER (%)	CAR (X)
ROE (%)	,317	,000	,000	,000
DPR (X)	,000	,374	,000	,321
PBV (X)	,358	,365	-,267	-,271

Sumber: data diolah

Tabel 14. Standardized Indirect Effects (Group Number 1 - Default Model)

	TA (LN)	ROE (%)	DER (%)	CAR (X)
ROE (%)	,000	,000	,000	,000
DPR (X)	,119	,000	,000	,000

Sumber: data diolah

PENUTUP

Kesimpulan. Hasil model modifikasi yang dilakukan dengan menghilangkan hubungan antar variabel yang tidak signifikan. Dengan mengeluarkan 5 (lima) hubungan dari model awal, maka pada model modifikasi tersisa sebanyak 7 (tujuh) hubungan. Analisis diagram jalur dengan SEM pada model modifikasi ini terdapat 6 *observed variable* yaitu 3 variabel endogen ROE, DPR dan PBV, serta 3 variabel eksogen TA, CAR dan DER. Selain itu terdapat 3 *un-observed variable* yaitu e_1 , e_2 , dan e_3 . Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan bahwa:

1. Ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan positif terhadap profitabilitas dengan nilai estimasi koefisien regresi TA terhadap ROE sebesar 1,654 dan nilai probabilitas yang jauh lebih kecil dari 0,05. Persamaan regresi pengaruh ukuran perusahaan terhadap profitabilitas yang diperoleh dari hasil analisis adalah:

$$ROE = -35,546 + 1,654 TA$$
2. Likuiditas dan profitabilitas berpengaruh secara signifikan positif terhadap kebijakan dividen dengan nilai estimasi koefisien regresi CAR terhadap DPR adalah 0,058 dan nilai estimasi koefisien regresi ROE terhadap DPR adalah 0,006 dengan nilai probabilitas masing-masing jauh lebih kecil dari 0,05. Persamaan regresi pengaruh likuiditas dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen yang diperoleh dari hasil analisis adalah:

$$DPR = -0,075 + 0,058 CAR + 0,006 ROE$$
3. Ukuran perusahaan dan profitabilitas berpengaruh secara signifikan positif terhadap nilai saham dengan nilai estimasi koefisien regresi TA terhadap PBV adalah 0,333 dan nilai estimasi koefisien regresi ROE terhadap PBV adalah 0,065. Tingkat likuiditas perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan nilai koefisien regresi sebesar -0,053 dan manajemen utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai saham dengan nilai estimasi koefisien regresi DER terhadap PBV adalah -0,005 dengan nilai probabilitas masing-masing jauh lebih kecil dari 0,05, Persamaan regresi pengaruh ukuran perusahaan, likuiditas dan manajemen utang serta profitabilitas terhadap nilai saham yang diperoleh dari hasil analisis adalah:

$$PBV = -6,725 + 0,333 TA - 0,053 CAR - 0,005 DER + 0,065 ROE$$

DAFTAR RUJUKAN

- Agus Sartono (2001). Pengaruh Aliran Kas Internal dan Kepemilikan Manager Dalam Perusahaan Terhadap Pembelanjaan Modal: Managerial Hypotheses atau Pecking Order Hypotheses ?, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol 16, (1): 54 -63
- Alan A. Bevan dan Jo Danbolt. (2000). Dynamics in the Determinants of Capital Structure in the UK, *Working paper 2000/9*, Department of Accounting and Finance, University of Glasgow, Glasgow
- Apriani dan Lisia (2005). Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Kenaikan/Penurunan Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan Utilitas Publik dan Perusahaan dalam Industri tidak diregulasi), *Jurnal SNA VIII*, Solo
- Bram Hadianto (2008). Pengaruh Earnings Per Share (EPS) dan Price Earning Ratio (PER) Terhadap Harga Saham Sektor Perdagangan Besar dan Ritel Pada Periode 2000-2005 di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Ilmiah Akuntansi* Vol.7 (2): 162-173
- Brigham, E. F dan J.F. Houston. (2003). *Fundamentals of Financial Management*, Tenth Edition, International Student Edition
- Corry, M, G dan Firman, S., Pengaruh Kebijakan Leverage, Kebijakan Dividend an Earnings Per Share Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, [http://Akuntansi.usu.ac.id/jurnal-akuntansi S1-47.html](http://Akuntansi.usu.ac.id/jurnal-akuntansi/S1-47.html)
- Farid, H. dan Sudomo, S. (1998). *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, Bursa Efek Jakarta
- Ghozali, I. (2008). *Model Persamaan Struktural, Konsep & Aplikasi dengan Program AMOS 16.0*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- Hadri Kusuma (2005). Size Perusahaan dan Profitabilitas: Kajian Empiris Terhadap Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, Vol. 10, (1), hal: 81-93
- Humera, K, Maryam, M, Khalid, Z., Sundas, S. and Bilal, S. (2011). Corporate Governance and Firm Performance : A Case Study of Karachi Stock Market, *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Vol 2, (1). 39 – 43
- Jakarta Stock Exchange, (2009). *Indonesian Capital Market Directory*, Jakarta.
- Jakarta Stock Exchange, (2009). *JSX Statistik*, Jakarta.
- Jogiyanto Hartono (2008). *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kelima, BPFE-Yogyakarta
- Joni dan Lina (2010). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12, (2), hal 81-96
- Masdar Mas'ud (2008). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan, *Manajemen dan Bisnis*, Vol. 7, hal 82-97
- Prabowo, P.W. (2006). Menemu-kenali SEM sebagai Piranti Analisis Multivariat. Seri Structural Equation Modelling, UPN Veteran, Jakarta
- Prihartono. (2003). Estimasi Pengaruh Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Publik di Indonesia, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* No. 1 Jilid 8, hal 7-14
- Puspasari, Ariesta, R. (2005). Analisis Fundamental Harga Saham, Suatu Kajian Kinerja Keuangan Pada Lembaga Pembiayaan yang Sudah Go Publik, *Tesis*, UPN Veteran, Jakarta (Tidak diterbitkan)

- Rosdini (2009). Pengaruh Free Cashflow Terhadap Dividend Payout Ratio, Working Paper In Accounting and Finance, hal 1-9, *Research Days*, Center For Accounting Development, Departement Akuntansi, Universitas Padjadjaran, Bandung
- Santoso, S. (2007). Structural Equation Modelling, Konsep dan Aplikasi dengan AMOS, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Singarimbun, Masri dan Sofian, E. (1995). Metode Penelitian Survey, Jakarta: LP3ES
- Stella (2009). Pengaruh Price to Earning Ratio, Debt to Equity Ratio, Return on Asset dan Price to Book Value Terhadap Harga Pasar Saham, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 11, (2), Agustus 2009, hal 97-106
- Suharli, Michell dan Oktorina, M. (2005). Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi pada Sekuritas Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Utang Pada Perusahaan Publik di Jakarta, *SNA VIII*, Solo
- Sujoko, Ugy, S. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol 9, (1): 41 - 48
- Sutrisno (2001). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio, *TEMA*, Volume II. (1).
- Tandelilin, E. (2001). Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio, Edisi pertama, Cetakan Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Velnampy, T & Nimalathanan, B (2010). Firm Size on Profitability :A Comparative Study of Bank of Ceylon and Commercial Bank of Ceylon Ltd in Srilanka, *Global Journal of Management and Business Research*, Vol. 10, issue 2 : 96-103
- Yunie Haryati (2007). Analisa Pengaruh Pendanaan, Aktivitas dan Likuiditas Terhadap Perolehan Laba pada PT Perhutani (Persero), *Tesis*, PPS UPNV Jakarta (Tidak diterbitkan)
- Zuobao, W, Feixue, X. and Shaorong, Z. (2005). Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991 - 2001, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 40, (1): 87-107