

PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN, LEVERAGE, DAN KEBIJAKAN DEVIDEN SEBAGAI DETERMINAN ATAS NILAI PERUSAHAAN

Novi Mubyarto

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sulthan Thaha Saifuddin Jambi
novimubyarto@yahoo.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris tentang pengaruh rasio keuangan perusahaan yang terdiri atas profitabilitas yang diproksi dengan *Return on Equity* (ROE), ukuran perusahaan yang diproksi dengan Ln total aset, *Leverage* yang diproksi dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), dan kebijakan dividen yang diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan *Price to Book Value* (PBV). Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2018, yang berjumlah 34 perusahaan menggunakan teknik purposive sampling. Metode analisis data menggunakan analisis regresi data panel dengan *Method: Pooled EGLS (Estimated Generalized Least Squares)*. Hasil estimasi menunjukkan bahwa rasio keuangan perusahaan yang terdiri dari profitabilitas, ukuran perusahaan, leverage, dan kebijakan dividen secara simultan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara itu jika dilihat secara parsial, menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, namun leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan ukuran perusahaan dan kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Leverage, Kebijakan Dividen, dan Nilai Perusahaan.

ABSTRACT

This study aims to obtain empirical evidence about the effect of the company's financial ratios which consist of profitability proxied by Return on Equity (ROE), company size which is proxied by Ln total assets, Leverage proxied by Debt to Equity Ratio (DER), and dividend policy which is proxied by the Dividend Payout Ratio (DPR), to the value of the company which is proxied by Price to Book Value (PBV). The sample of this study is companies listed on the LQ45 index on the Indonesia Stock Exchange for the period 2015-2018, totaling 34 companies using purposive sampling techniques. The method of data analysis uses panel data regression analysis with *Method: Pooled EGLS (Estimated Generalized Least Squares)*. The estimation results show that the company's financial ratios consisting of profitability, company size, leverage, and dividend policy simultaneously have a positive and significant effect on the value of the company. Meanwhile, if seen partially, it shows that profitability has a positive and significant effect on firm value, but leverage has a negative and significant effect on firm value. Whereas company size and dividend policy have no significant effect on firm value.

Keywords: Profitability, Company Size, Leverage, Dividend Policy, and Company Value.

PENDAHULUAN

Tujuan utama suatu perusahaan adalah memaksimumkan nilai perusahaan bagi kemakmuran para pemegang saham. Hery menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Semakin tinggi harga saham perusahaan mencerminkan nilai perusahaan tersebut semakin meningkat.¹ Nilai perusahaan sangat penting karena mengartikan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi pandangan investor terhadap perusahaan. Sejalan dengan hal ini, Haruman menyebutkan bahwa para investor akan tertarik untuk menanamkan modalnya sejalan dengan meningkatnya nilai perusahaan.²

Semakin besar nilai perusahaan maka semakin besar pula kekayaan yang didapatkan pemegang saham.³ Nilai perusahaan tergambar dari harga saham yang stabil, yang mengalami kenaikan dalam jangka panjang, semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi pula nilai perusahaan.⁴ Selanjutnya, nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Selain harga saham, nilai perusahaan juga tercermin dari besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Oleh karena itu, memaksimumkan nilai perusahaan memiliki arti yang lebih luas dari sekedar memaksimumkan laba perusahaan.⁵

Setidaknya ada tiga cara yang dapat dilakukan dalam memproksi nilai perusahaan yaitu melalui nilai buku, nilai likuidasi, ataupun nilai pasar (saham).⁶ Dalam hal ini, nilai perusahaan sebagai variable dependen diukur dengan menggunakan *price to book value* (PBV). Untung dan Sugiono, menyatakan bahwa

¹ Hery. *Kajian Riset Akuntansi: Mengulas Berbagai Hasil Penelitian Terkini dalam Bidang Akuntansi dan Keuangan*. (Jakarta: Penerbit PT Grasindo. 2017), hal.

² Tendi Haruman. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Pendanaan (Perspektif Agency Theory): Survey pada Perusahaan Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia*. (National Conference on Management Research 2008).

³ Putri Juwita Pertiwi, Tommy Parengkuan, & Johan R. Tumiwa. *Pengaruh Kebijakan Hutang, Keputusan Investasi Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Food and Beverages yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal EMBA, Vol.4, No.1, 2016. Hal.1369-1380.

⁴ I Made Sudana. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Edisi Kedua. (Jakarta: Erlangga, 2015).

⁵ Farah Margaretha. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. (Jakarta: PT Dian Rakyat, 2014).

⁶ Hery. *Kajian Riset Akuntansi: Mengulas Berbagai Hasil Penelitian Terkini dalam Bidang Akuntansi dan Keuangan*. (Jakarta: Penerbit PT Grasindo. 2017).

price to book value adalah rasio yang menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Makin tinggi rasio ini berarti pasar percaya akan prospek perusahaan tersebut.⁷ Sejalan dengan ini, Sukamulja menyatakan bahwa *price to book value* (PBV) merupakan rasio yang menjelaskan valuasi harga per lembar saham dibandingkan dengan nilai buku per saham, semakin tinggi nilai PBV, maka semakin mahal harga per lembar saham, begitu pula sebaliknya.⁸

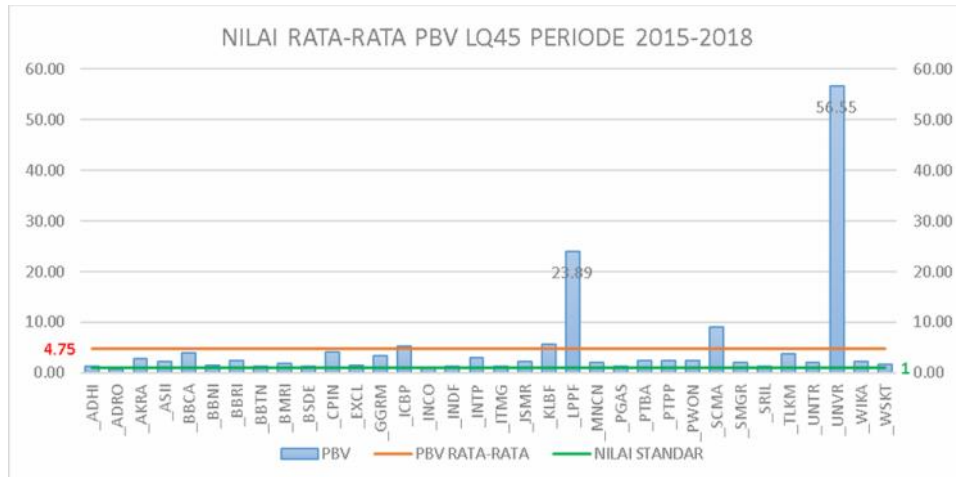
Sebagai otoritas pasar modal, Bursa Efek Indonesia (BEI) merilis beberapa indeks daftar saham sesuai karakteristiknya. Tujuannya agar investor lebih mudah memilih saham. Salah satu indeks saham tersebut adalah Indeks LQ45. Berisi daftar 45 saham pilihan. Dipilih setiap 6 bulan, saham-saham yang menghuni indeks LQ45 adalah saham yang mempunyai likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar besar dari jumlah keseluruhan saham yang ada di BEI, serta didukung oleh fundamental perusahaan yang baik. Berdasarkan Grafik 1.1 terlihat bahwa nilai PBV sebagai proksi dari nilai perusahaan sangat bervariasi antar perusahaan, hal ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan pasar dalam menghargai nilai buku saham suatu perusahaan.

⁷ Arif Sugiono & Edi Untung. *Panduan Praktis Dasar Analisis Laporan Keuangan*. Penerbit PT. Grasindo, Jakarta. 2016. hal. 71.

⁸Sukmawati Sukamulja. *Pengantar Pemodelan Keuangan dan Analisis Pasar Modal*. (Yogyakarta: Penerbit Andi. 2017).

Grafik

Nilai Rata-Rata *Price to Book Value* (PBV) Per Perusahaan LQ45 Periode 2015-2018



Dari Grafik di atas, terlihat pula bahwa nilai PBV rata-rata per perusahaan selama periode penelitian berada di atas satu, kecuali perusahaan ADRO yaitu hanya sebesar 0.80. Artinya secara umum kinerja manajemen terhadap peningkatan nilai perusahaan adalah baik. Hal ini sejalan dengan pendapat Sugiono dan Untung yang menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki manajemen baik maka diharapkan nilai PBV dari perusahaan tersebut setidaknya adalah satu atau dengan kata lain diatas dari nilai bukunya.⁹ Jika PBV perusahaan dibawah satu, maka kita dapat menilai bahwa harga saham tersebut adalah dibawah nilai buku (*under value*). Selanjutnya, dari grafik tersebut juga terlihat bahwa nilai PBV rata-rata industry adalah sebesar 4.75, berdasarkan nilai rata-rata tersebut setidaknya ada 5 dari 34 perusahaan yang memiliki nilai PBV di atas rata-rata perusahaan, yaitu ICBP sebesar 5.27, KLBF sebesar 5.63, LPPF sebesar 23.89, SCMA sebesar 9.06, dan UNVR dengan nilai PBV tertinggi yaitu 56.55. Artinya, meskipun indeks LQ45 merupakan saham yang mempunyai likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar besar namun jika dilihat dari PBV rata-rata industry hanya sebagian kecil perusahaan yg memiliki nilai perusahaan di atas rata-rata.

⁹ Arif Sugiono & Edi Untung. *Panduan Praktis Dasar Analisis Laporan Keuangan*. (Jakarta: Penerbit PT. Grasindo 2016).

Banyak faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Faktor pertama yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah profitabilitas. Hery menyatakan bahwa apabila profitabilitas perusahaan baik maka para stakeholders' yang terdiri dari kreditur, pemasok, dan juga investor akan melihat sejauh mana perusahaan dapat menghasilkan laba dari penjualan dan investasi.¹⁰ Sejalan dengan hal ini, Haugen & Baker,¹¹ dan Yang et al.¹² membuktikan bahwa semakin besar profitabilitas perusahaan, semakin banyak pendapatan yang dapat didistribusikan bagi pemegang saham, dan dengan demikian nilai perusahaan yang diharapkan akan lebih tinggi. Hal tersebut juga disampaikan oleh Weston dan Copeland,¹³ bahwa profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pengembalian yang tinggi pula untuk pemegang saham, artinya semakin baik kinerja perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini didukung pula oleh beberapa hasil penelitian lainnya, yaitu: Iturriaga & Zans¹⁴, Chen & Chen¹⁵, Safitri et. al.¹⁶, Manurung et. al.¹⁷, Sabrin et. al.¹⁸, dan Tui et. al.¹⁹, membuktikan secara

¹⁰ Hery. *Kajian Riset Akuntansi: Mengulas Berbagai Hasil Penelitian Terkini dalam Bidang Akuntansi dan Keuangan*. (Jakarta: Penerbit PT Grasindo. 2017).

¹¹ Robert A. Haugen & Nardin L. Baker. *Commonality in the determinants of expected stock returns*. Journal of Financial Economics, 41, 1996. pp. 401-439.

¹² Chau-Chen Yang. et. al. *Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock market*. The Quarterly Review of Economics and Finance, 50, 2010. pp. 222-233.

¹³ J. Fred Weston & Thomas, E Copeland. *Manajemen Keuangan Jilid 2*. (Jakarta: Binarupa Aksara Publisher. 2008).

¹⁴ Felix Lofez-Iturriaga & Juan Antonio Rodriguez-Sanz. *Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equations Analysis of Spanish Companies*. Journal of Management and Governance. Vol. 5, No. 2, 2004. Pp. 179-204.

¹⁵ Li-Ju Chen Shun-Yu Chen. The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators. *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 8, Issue 3, 2011. Hal. 121-129.

¹⁶ Okyana Nur Safitri Siti Ragil Handayani Nila Firdausi Nuzula. *The Influence of Capital Structure and Profitability on Firm Value (A Study in Retail Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2010-2013 period)*. Jurnal Administrasi Bisnis. Vol. 13, No. 2, 2014. hal. 1-19.

¹⁷ Shinta D. Manurung Suhadak Nila Firdausi Nuzula. *The Influence of Capital Structure on Profitability and Firm Value (a Study on Food and Beverage Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2010-2012 Period)*. Jurnal Administrasi Bisnis (JAB). Vol. 7, No. 2, 2014, hal. 1-8.

¹⁸ Sabrin, Buyung Sarita, Dedy Takdir. S, Sujono. *The Effect of Profitability on Firm Value in Manufacturing Company at Indonesia Stock Exchange*. The International Journal of Engineering and Science (IJES), Volume. 05, Issue. 10, 2016. Pages. 81-89.

empiris bahwa profitabilitas memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan diikuti dengan tingginya nilai perusahaan. Sementara itu hasil studi Purwohandoko²⁰, menemukan bahwa profitabilitas justru memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Selain profitabilitas, ukuran perusahaan juga memainkan peran penting dalam mengoptimalkan nilai perusahaan. Ukuran perusahaan dapat menentukan persepsi investor terhadap perusahaan tersebut. Semakin besar ukuran perusahaan dapat memberikan asumsi bahwa perusahaan tersebut dikenal oleh masyarakat luas sehingga lebih mudah untuk meningkatkan nilai perusahaan.²¹ Sejalan dengan hal ini, Sawir,²² menyatakan bahwa dalam hampir setiap studi meskipun untuk berbagai alasan yang berbeda ukuran perusahaan dinyatakan sebagai determinan dari struktur keuangan. Adapun alasan-alasan nya yaitu: Pertama, ukuran perusahaan dapat menentukan tingkat kemudahan perusahaan memperoleh dana dari pasar modal; Kedua, ukuran perusahaan menentukan kekuatan tawar menawar dalam kontrak keuangan; Ketiga, ada kemungkinan pengaruh skala dalam biaya dan return membuat perusahaan yang lebih besar dapat memperoleh lebih banyak laba. Demikian pula dengan Soliha, menyatakan bahwa akses pendanaan yang mudah merupakan informasi baik bagi investor. Hal ini juga bisa menjadi petunjuk (sinyal) positif atau menggambarkan prospek yang baik di masa depan, sehingga pada akhirnya berdampak positif pula pada nilai perusahaan. Sinyal positif tersebut yang menjadikan ukuran perusahaan menjadi salah satu variabel vital.²³ Dalam penelitian

¹⁹ Sutardjo Tui, Mahfud Nurnajamuddin, Mukhlis Sufri, & Andi Nirwana. *Determinants of Profitability and Firm Value: Evidence from Indonesian Banks*. IRA-International Journal of Management & Social Sciences. ISSN 2455-2267; Vol. 7, No. 1, 2017. Pp. 84-95.

²⁰ Purwohandoko. *The Influence of Firm's Size, Growth, and Profitability on Firm Value with Capital Structure as the Mediator: A Study on the Agricultural Firms Listed in the Indonesian Stock Exchange*. International Journal of Economics and Finance. Vol. 9, No. 8, 2017. pp. 103-110.

²¹ Hery. *Kajian Riset Akuntansi: Mengulas Berbagai Hasil Penelitian Terkini dalam Bidang Akuntansi dan Keuangan*. (Jakarta: Penerbit PT Grasindo. 2017).

²² Agnes Sawir. *Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*. (Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama. 2004).

²³ Euis Soliha & Taswan. *Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Memengaruhinya*. Jurnal Bisnis dan Ekonomi, Vol. 9, 2002. Hal. 149-163.

yang dilakukan oleh Asadi²⁴, Rashid²⁵, dan Tui et. al.²⁶ menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, semakin besar ukuran perusahaan dari suatu perusahaan juga meningkatkan nilai perusahaan. Namun, menurut penelitian yang dilakukan Prastuti dan Sudiarta, mengungkapkan hasil yang sebaliknya, dimana ukuran perusahaan justru berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.²⁷

Salah satu faktor penting lainnya dalam unsur pendanaan adalah leverage. Leverage dapat dipahami sebagai penaksir dari risiko yang melekat pada suatu perusahaan. Pada umumnya, investor menghindari perusahaan yang memiliki leverage yang tinggi karena semakin tinggi rasio leverage maka akan semakin tinggi pula risiko yang akan dibebankan, khususnya apabila perusahaan tidak dapat memenuhi kewajibannya. Menurut Chen & Chen,²⁸ leverage umumnya memiliki pengaruh yang sangat negatif pada nilai perusahaan. Pendapat ini sejalan dengan hasil studi dari Dutta et. al.²⁹ yang mengungkapkan bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan antara tingkat leverage keuangan dan nilai perusahaan. Hasil penelitian tersebut juga didukung oleh beberapa studi empiris lainnya yaitu: Sujoko

²⁴ Leila Asadi. *Investigating The Effect of Intellectual capital on The Value Creation of Companies Listed in Tehran Stock Exchange*. Science Road Publishing Corporation, Trends in Social Science, Vol. 2, No. 1. 2012. Pp. 2-12.

²⁵ Abdul Rasyid. *Effects of ownership structure, capital structure, profitability and company's growth towards firm value*. International Journal of Business and Management Invention. Vol. 4, No. 4, 2015. hal. 25-31.

²⁶ Sutardjo Tui, Mahfud Nurnajamuddin, Mukhlis Sufri, & Andi Nirwana. *Determinants of Profitability and Firm Value: Evidence from Indonesian Banks*. IRA-International Journal of Management & Social Sciences. ISSN 2455-2267; Vol. 7, No. 1, 2017. Pp. 84-95.

²⁷ Ni Kadek Rai Prastuti dan I Gede Merta Sudiarta. *Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur*. E-Jurnal Manajemen Unud. Vol. 5, No. 3, 2016. pp. 1572-1598.

²⁸ Li-Ju Chen Shun-Yu Chen. The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators. *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 8, Issue 3, 2011. Hal. 121-129.

²⁹ Subha Ranjan Dutta, Tutun Mukherjee & Som Sankar Sen. *Impact of Financial Leverage on the Value of Firm: Evidence from Some NSE Listed Companies*. The BESC Journal of Commerce and Management, Volume 4, 2018. pp. 42-52.

dan Soebiantoro³⁰, Rayan³¹, dan Ambarwati dan Stephanus³², serta Ernawati dan Widyawati³³. Sementara itu hasil penelitian Cheng dan Tzeng³⁴, Hermuningsih³⁵, Putri dan Ukhriyawari³⁶ serta Anton,³⁷ menunjukkan hasil yang berbeda, yaitu leverage justru memberikan efek positif dan signifikan pada nilai perusahaan. Leverage memainkan peran penting dalam memaksimalkan nilai perusahaan.³⁸ Penambahan hutang perusahaan dapat berfungsi sebagai alat untuk mengendalikan uang tunai secara bebas oleh manajemen. Peningkatan kontrol dana akan meningkatkan produktivitas dan kinerja perusahaan sehingga akan memberikan dampak terhadap penguatan nilai perusahaan yang direfleksikan melalui kenaikan harga bursa saham.³⁹

Selanjutnya, faktor yang tidak kalah penting lainnya yang dianggap mampu mempengaruhi nilai perusahaan adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham atau tidak, dan berapa banyak dari laba tersebut yang akan ditanam atau diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan sebagai laba ditahan. Hanafi dan Halim, menyebutkan bahwa ada beberapa rasio yang bisa dihitung sebagai proksi dari kebijakan dividen, yaitu: *Price Earning Ratio* (PER),

³⁰ Sujoko dan Ugy Soebiantoro. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi empirik pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur di Bursa Efek Jakarta)*. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan. Vol. 9, No. 1, 2007. Hal. 41-48.

³¹ Kuben Rayan. *Financial leverage and firm value*. A research project submitted to the Gordon Institute of Business Science, University of Pretoria, in partial fulfilment of the requirements for the degree of Master of Business Administration. 2008.

³² Indah Eva Ambarwati Daniel Sugama. *Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, dan Leverage sebagai Determinan atas Nilai Perusahaan*. Jurnal Akuntansi Multiparadigma, Volume 5, Nomor 2, 2014. Hlm. 170-184.

³³ Dewi Ernawati & Dini Widyawati. *Pengaruh Profitabilitas, Leverage dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan*. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi. Vol. 4, No. 4, 2015. hlm: 1-17.

³⁴ Ming-Chang Cheng & Zuwei-Ching Tzeng. *The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect*. World Journal of Management Vol. 3, No. 2, 2011. Pp. 30-53.

³⁵ Sri Hermuningsih. *Pengantar Pasar Modal Indonesia*. (Yogyakarta: UPP STIM YKPN. 2012).

³⁶ Raja Wulandari Putri dan Catur Fatchu. *Pengaruh Likuiditas, Leverage Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Telekomunikasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014*. BENING, Vol. 3 No. 1, 2006. hlm. 52-73.

³⁷ Sorin Gabriel Anton. *The Impact of Dividend Policy on Firm Value. A Panel Data Analysis of Romanian Listed Firms*. Journal of Public Administration, Finance and Law. Issue 10, 2016. pp. 107-112.

³⁸ Morenly Welley & Victoria Untu. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Di Sektor Pertanian Pada Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2013*. Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi, Vol. 3, No. 1, 2015. hlm: 972-983.

³⁹ Karina Meidiawati, dan Titik Mildawati. *Pengaruh Size, Growth, Profitabilitas, Struktur Modal, Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan*. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi. Vol. 5, No. 2, 2016. Hlm. 1-16.

dividend yield, dan pembayaran dividen (*dividend payout*).⁴⁰ Pada penelitian ini kebijakan dividen diproksi dari nilai *Dividend Payout Ratio* (DPR), rasio ini merupakan hasil dari dividen per lembar saham dibagi laba per lembar saham. Pracihara, menyatakan bahwa payout ratio menunjukkan seberapa besar persentase bagian dari laba bersih perusahaan yang dibagikan sebagai dividen.⁴¹ Menurut Herawati, besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham akan menjadi daya tarik bagi pemegang saham karena sebagian investor cenderung lebih menyukai dividen dibandingkan dengan capital gain karena dividen bersifat lebih pasti. Jadi kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan.⁴²

Berdasarkan teori *bird in the hand*, yang dikembangkan oleh Myron Gordon Tahun 1956 dan John Lintner Tahun 1962, menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap harga pasar saham. Artinya, jika dividen yang dibagikan perusahaan semakin besar, maka harga pasar saham perusahaan tersebut akan semakin tinggi, hal ini tentu akan berdampak pada nilai perusahaan.⁴³ Teori *bird in the hand* juga didukung oleh konsep *signaling theory*, yang menyatakan bahwa pembayaran dividen akan menjadi suatu sinyal positif dari manajemen yang digunakan untuk memberikan gambaran tentang masa depan suatu perusahaan berdasarkan tingkat profitabilitas yang terbentuk, dan secara langsung akan meningkatkan nilai dari perusahaan yang diindikasikan dengan semakin meningkatnya harga saham di pasar. Pengaruh yang positif antara kebijakan dividen

⁴⁰ M. Mamduh Hanafi & Abdul Halim. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Kelima. (Yogyakarta: UPP STIM YKPN. 2018).

⁴¹ Sonya Majid Pracihara. *Pengaruh Kebijakan Hutang, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Sektor Pertambangan yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2014)*. Jurnal Ilmu Manajemen Vol. 4, No. 2. 2016. Hal. 1-10.

⁴² Titin Herawati. *Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan*. E-Jurnal Universitas Negeri Padang. Vol. 2, No. 2, 2013, hal. 1-18.

⁴³ I Made Sudana. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Edisi Kedua. (Jakarta: Erlangga. 2015).

terhadap nilai perusahaan telah pula dibuktikan oleh sejumlah penelitian, diantaranya adalah: Hasnawati,⁴⁴ Sujoko dan Soebiantoro,⁴⁵ Jiang dan Jiranyakul,⁴⁶ Jusriani & Rahardjo,⁴⁷ Wongso,⁴⁸ Hasnawati & Sawir,⁴⁹ Senata,⁵⁰ Yuniati et. al,⁵¹ Putri & Rachmawati,⁵² yang menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan. Namun, lain halnya dengan hasil penelitian Ismawati,⁵³ dan Wijoyo,⁵⁴ serta Chandra et. al.⁵⁵ yang menemukan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara itu Marangu & Jagongo,⁵⁶ malah menemukan hubungan yang negatif antara kebijakan dividen yang diproksi melalui *dividend per share* terhadap nilai perusahaan (*price to book value ratio*).

⁴⁴ Sri Hasnawati. *Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta*. Usahawan. No. 09, 2005a. Hal 33-41.

⁴⁵ Sujoko dan Ugy Soebiantoro. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi empirik pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur di Bursa Efek Jakarta)*. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan. Vol. 9, No. 1, 2007, Hal. 41-48.

⁴⁶ Jun Jiang & Komain Jiranyakul. *Capital Structure, Cost of Debt and Dividend Payout of Firms in New York and Shanghai Stock Exchanges*. International Journal of Economics and Financial Issues. Vol. 3, No. 1, 2013, pp.113-121.

⁴⁷ Ika Fanindya Jusriani & Shiddiq Nur Rahardjo. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011). Diponegoro Journal of Accounting. Volume. 2, Nomor. 2, 2013. Halaman. 1-10.

⁴⁸ Amanda Wongso. Pengaruh kebijakan dividen, struktur kepemilikan, dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan dalam perspektif teori Agensi dan teori signaling. Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen. Vol. 1, No. 5, 2012. hal. 1-6.

⁴⁹ Sri Hasnawati & Agnes Sawir. Keputusan Keuangan, Ukuran Perusahaan, Struktur Kepemilikan dan Perusahaan Publik di Indonesia. Jurnal Manajemen & Kewirausahaan. Vol. 17, No. 1, 2015, hal. 65-75.

⁵⁰ Magee Senata. *Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan yang Tercatat pada Indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil, Vol. 6, No. 1, 2016, hal. 73-84.

⁵¹ Mei Yuniati, Kharis Raharjo, Abrar Oemar. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2014. Journal of Accounting, Volume 2, No.2, Maret 2016.

⁵² Putri, R. Vidiyanna & Rachmawati, Arinie. *The Effect of Profitability, Dividend Policy, Debt Policy, and Firm Age on Firm Value in The Non-Bank Financial Industry*. Jurnal Ilmu Manajemen & Ekonomika, Vol. 10, No. 1, 2017, hal. 14-21.

⁵³ Linna Ismawati. *The Influence of Capital Structure and Dividends Policy to Firms Value Listed at Indonesian Stock Exchange*. Advances in Social Science, Education and Humanities Research, volume 225. International Conference on Business, Economic, Social Sciences and Humanities. 2018.

⁵⁴ Amin Wijoyo. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Property Dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Ekonomi, Volume. XXIII, No. 01, 2018, Hal. 48-61.

⁵⁵ Kartika Chandra, Fachrudin, Isfenti Sadalia, & Rikson Siburian. *The Effect of Capital Structure, Profitability and Dividend Policy on Intrinsic Value of Firm*. Research Journal of Finance and Accounting. Vol. 8, No. 14, 2017, pp. 101-107.

⁵⁶ Kenneth Marangu, Ambrose Jagongo. Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables (An Empirical Study of Companies Quoted at Nairobi Securities Exchange, Kenya). Global Journal of Commerce & Management Perspective. Vol. 3, No. 6, 2014, pp. 50-56.

Berdasarkan kondisi faktual yang menunjukkan bahwa terdapat variasi atas nilai perusahaan (PBV) sebagai representasi dari kinerja perusahaan. Selain itu, adanya *research gap* terhadap hubungan variable determinan dalam menjelaskan nilai perusahaan tersebut. Oleh karena itu, tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji dan membuktikan secara empiris tentang pengaruh rasio keuangan perusahaan yang terdiri atas profitabilitas, ukuran perusahaan, leverage dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ45 periode 2015-2018.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder. Perusahaan yang dijadikan populasi dalam penelitian ini adalah sebanyak 45 perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 yang diperoleh dari laporan keuangan Bursa Efek Indonesia (BEI). Penentuan jumlah sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *Purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu. Pertimbangan utama penentuan jumlah sampel mengacu pada perusahaan yang *listing* antara tahun 2015 sampai 2018, dan memiliki laporan keuangan lengkap. Metode analisis data yang dipilih adalah Metode Regresi Data Panel. Salah satu studi yang pernah menggunakan metode ini adalah Jiang & Jiranyakul⁵⁷. Struktur data panel yang digunakan pada penelitian ini adalah data panel yang mencakup variabel masing-masing perusahaan, yaitu: nilai perusahaan yang diproksi dengan *Price to Book Value* (PBV), profitabilitas yang diproksi dengan *Return on Equity* (ROE), ukuran perusahaan yang diproksi dengan Ln Total Aset,

⁵⁷ Jun Jiang & Komain Jiranyakul. *Capital Structure, Cost of Debt and Dividend Payout of Firms in New York and Shanghai Stock Exchanges*. International Journal of Economics and Financial Issues. Vol. 3, No. 1, 2013, pp. 113-121.

leverage yang diproksi dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), dan kebijakan dividen yang diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Metode persamaan regresi yang digunakan adalah persamaan regresi data panel:

$$FBV_{it} = \alpha + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 LnTaset_{it} + \beta_3 DER_{it} + \beta_4 DPR_{it} + \varepsilon$$

Keterangan: α adalah konstanta (*intersep*); β adalah koefisien (*slope*); i adalah unit cross; t adalah waktu; dan ε adalah *error term*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada tahap awal model regresi data panel dilakukan uji asumsi klasik Uji ini merupakan syarat yang harus dilakukan pada regresi linear. Berdasarkan hasil estimasi tahap awal ditemukan bahwa model regresi teridentifikasi mengalami masalah penyimpangan dari syarat-syarat asumsi klasik yaitu heteroskedastisitas. Adanya indikasi masalah heteroskedastisitas dapat diidentifikasi dari hasil uji residual diagnostics menggunakan *Heteroscedasticity Test* yang mana menghasilkan nilai *probability likelihood ratio* sebesar 0,0000 atau kecil dari alfa 5%. Artinya, ada ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi linier tersebut.

Tahap berikutnya adalah melakukan pemilihan terhadap model regresi data panel, dengan tujuan untuk mendapatkan metode yang terbaik. Berdasarkan hasil uji menggunakan *Chow Test*, *Hausman Test*, dan *Lagrange Multiplier Test*, maka ditetapkan model yang terpilih adalah model *Common Effect*. Selanjutnya, dikarenakan oleh adanya penyimpangan dari syarat-syarat asumsi klasik pada model regresi linier sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya, maka untuk mengatasi masalah tersebut peneliti menggunakan metode *Weihted Least Squares*. Metode ini mengubah teknik analisis dari *Method: Panel Least Squares* yang bersifat *Restricted Model* menjadi *Method: Panel EGLS (Estimated Generalized Least Squares)* yang bersifat *Unrestricted Model*. Model ini juga sering disebut sebagai “*Estimated Generalized Least Squares Regression Model for Heteroskedasticity*”. Adapun hasil estimasi model regresi data panel dengan *Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)* adalah sebagai berikut:

Tabel. 1. Hasil Estimasi Regresi Data Panel Metode Common Effect

Method: Panel EGLS (Cross-section weights), Dependent
Variable: PBV

Variable	Coefficie			
	nt	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.718382	1.616355	-0.444446	0.6575
ROE	0.255243	0.016071	15.88210	0.0000
LNTASET	-0.015119	0.088257	-0.171308	0.8642
DER	-0.091294	0.034523	-2.644481	0.0092
DPR	0.001748	0.002187	0.799166	0.4256

Sumber: Hasil Estimasi dengan menggunakan Eviews 10.

Berdasarkan hasil estimasi regresi data panel pada table 1 di atas terlihat bahwa, nilai koefisien dari variable profitabilitas yang diproksi melalui *Return on Equity* (ROE) adalah sebesar 0,255 dengan nilai *probability* sebesar 0,0000 atau lebih kecil dari alfa 0,05 ($\alpha < 5\%$). Artinya, secara parsial profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Atau dengan kata lain, setiap kenaikan profitabilitas sebesar 1 persen akan direspon oleh peningkatan nilai perusahaan sebesar 0.255 persen. Hasil penelitian ini mendukung temuan dari Haugen & Baker,⁵⁸ Iturriaga & Zans,⁵⁹ Weston & Copeland,⁶⁰ Yang et al.⁶¹ Chen & Chen (2011); Safitri et. al. (2014); Manurung et. al. (2014); Sabrin et. al. (2016);

⁵⁸ Robert A. Haugen & Nardin L. Baker. *Commonality in the determinants of expected stock returns*. Journal of Financial Economics, 41, 1996, pp. 401-439.

⁵⁹ Felix J. Lopez Iturriaga & Juan Antonio Rodriguez-Sanz. (2004). *Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equations Analysis of Spanish Companies*. Journal of Management and Governance. Vol. 5, No. 2, Pp. 179-204.

⁶⁰ J. Fred Weston & Thomas, E. Copeland. *Manajemen Keuangan Jilid 2*. (Jakarta: Binarupa Aksara Publisher. 2018).

⁶¹ Chau-Chen Yang, Cheng-Few Lee, Yan-Xiang Gu & Yen-Wen Lee. *Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock market*. The Quarterly Review of Economics and Finance, 50, 2010, pp. 222-233.

Sucuahi & Cambarihan (2016); Tui et. al. (2017), yang membuktikan bahwa semakin besar profitabilitas perusahaan, semakin banyak pendapatan yang dapat didistribusikan bagi pemegang saham maupun ekspansi usaha, dan dengan demikian nilai perusahaan yang diharapkan akan lebih tinggi. Hasil temuan ini juga menunjukkan bahwa perusahaan mampu mengelola modal sendiri untuk menghasilkan tingkat keuntungan atau laba yang lebih tinggi.

Sementara itu, ukuran perusahaan yang diproksi melalui *Ln Total Aset* memiliki nilai koefisien sebesar -0,015 dengan nilai probability sebesar 0,86 atau lebih besar dari alfa 0,05. Artinya, ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa investor tidak terlalu mempertimbangkan ukuran perusahaan dalam membeli saham. Tidak signifikkannya pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dapat dimaklumi. Hal ini dikarenakan oleh saham-saham yang menghuni indeks LQ45 adalah saham yang mempunyai likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar besar, sehingga porsi laba atau tingkat keuntungan yang diperoleh tidak terlalu banyak dialokasikan untuk membiayai ekspansi bisnis, tetapi lebih focus pada pengembalian bunga kepada kreditor, pajak kepada pemerintah, selanjutnya memperbesar pengembalian/imbal hasil (*return*) bagi pemilik, dan pembagian dividen kepada pemegang saham. Hal ini dapat dibuktikan dari nilai *standar deviasi* Total Aset yang relative rendah, yaitu sebesar 2,81. Artinya, tidak terjadi fluktuasi yang tajam pada total aset, atau dengan kata lain tidak terjadi pertumbuhan yang signifikan terhadap total aset perusahaan selama periode penelitian. Kapitalisasi pasar pada perusahaan LQ45 yang skalanya sudah besar tentu akan mempengaruhi kebijakan manajemen keuangan perusahaan yang tidak terlalu fokus pada ekspansi bisnis, akibatnya pertumbuhan aset perusahaan secara rata-rata tidak terlalu besar selama periode penelitian, sehingga tidak terlalu signifikan mempengaruhi nilai perusahaan.

Berikutnya, nilai koefisien dari leverage yang diproksi melalui *Debt to Equity Ratio* (DER), adalah sebesar -0,09 dengan nilai probability sebesar 0,0092 atau lebih

kecil dari alfa 0,05. Artinya, secara parsial leverage berpengaruh negative dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Atau dengan kata lain, setiap kenaikan leverage sebesar 1 persen akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan sebesar 0,09 persen. Hasil studi ini juga menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan melalui utang yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan selama periode penelitian berdampak buruk bagi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung teori struktur modal model *trade off* yang menyatakan bahwa jumlah hutang yang semakin meningkat akan menurunkan nilai perusahaan. Secara empiris temuan penelitian ini mendukung hasil studi dari Chen & Chen,⁶² yang menyebutkan bahwa leverage umumnya memiliki pengaruh yang sangat negatif pada nilai perusahaan. Pendapat ini juga didukung oleh Sujoko & Soebiantoro,⁶³ Rayan,⁶⁴ Dewi & Warajaya,⁶⁵ Ambarwati & Stephanus,⁶⁶ Ernawati & Widyawati,⁶⁷ dan, Khumairoh et al.⁶⁸ serta, Dutta et. al.⁶⁹

Berdasarkan data selama periode 2015-2018, rata-rata industri yang ada di indeks LQ45 memiliki nilai *debt to equity ratio* (DER) sebesar 1,94 atau lebih besar

⁶² Li-Ju Chen Shun-Yu Chen. *The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators*. Investment Management and Financial Innovations, Volume 8, Issue 3, 2011. Hal. 121-129.

⁶³ Sujoko dan Ugy Soebiantoro. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi empirik pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur di Bursa Efek Jakarta)*. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan. Vol. 9, No. 1, 2007, Hal. 41-48.

⁶⁴ Kuben Rayan. *Financial leverage and firm value*. A research project submitted to the Gordon Institute of Business Science, University of Pretoria, in partial fulfilment of the requirements for the degree of Master of Business Administration. 2008.

⁶⁵ Ayu Sri Mahatma Dewi & Ary Wirajaya. *Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan*. E-Journal Akuntansi Universitas Yudayana, Vol. 4, No. 2, 2013, hal. 358-372.

⁶⁶ Indah Eva Ambarwati & Daniel Sugama Stephanus. *Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, dan Leverage sebagai Determinan atas Nilai Perusahaan*. Jurnal Akuntansi Multiparadigma, Volume 5, Nomor 2, 2014, Hlm. 170-184.

⁶⁷ Dewi Ernawati & Dini Widyawati. *Pengaruh Profitabilitas, Leverage dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan*. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi. Vol. 4, No. 4, 2015, hlm: 1-17.

⁶⁸ Khumairoh, Nawang Kalbuana, & Henny Mulyati. *Pengaruh Leverage, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Garment dan Textile yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015)*. Syariah Paper Accounting FEB UMS. ISSN 2460-0784. Hal. 71-81.

⁶⁹Subha Ranjan Dutta1, Tutun Mukherjee & Som Sankar Sen. *Impact of Financial Leverage on the Value of Firm: Evidence from Some NSE Listed Companies*. The BESC Journal of Commerce and Management, Volume 4, 2018, pp. 42-52.

dari 1 (artinya hutangnya lebih besar dari modal sendiri). Lalu pertanyaannya, kenapa perusahaan terus melakukan peningkatan rasio leveragenya padahal berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan, mengacu pada pendapat Husnan dan Pudjiastuti, kemungkinan penjelasannya adalah bahwa industri-industri tersebut mempunyai risiko usaha yang lebih kecil sehingga berani menggunakan proporsi hutang yang lebih besar. Penggunaan hutang dapat dibenarkan selama diharapkan dapat menghasilkan rentabilitas ekonomi (atau *basic earning power*) yang lebih besar dari tingkat bunga pinjaman.⁷⁰

Selanjutnya, variable kebijakan dividen yang diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), memiliki nilai koefisien sebesar 0,002 dengan nilai probability sebesar 0,4256 atau lebih besar dari alfa 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil dari penelitian ini berlawanan dengan hipotesis yang sudah dirumuskan sebelumnya, yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini sejalan dengan pendapat Miller dan Modigliani, yang menyatakan bahwa dalam pasar modal yang sempurna, nilai perusahaan tidak tergantung pada kebijakan dividen.⁷¹ Temuan ini juga menunjukkan bahwa kebijakan pembagian dividen oleh perusahaan bukan menjadi pertimbangan utama investor dalam berinvestasi saham di LQ45.

Hal yang menjadi pertanyaan selanjutnya adalah, kenapa perusahaan tetap membagikan dividen meskipun tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sukamulja, menyebutkan bahwa manajemen yang berkualitas selalu mengupayakan pembagian dividen dan pencadangan dana untuk pengembangan usaha di masa depan yang seimbang. Perusahaan mapan yang sudah tidak membutuhkan banyak dana untuk pengembangan usaha sering membagikan

⁷⁰ Suad Husnan & Enny Pudjiastuti. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Ketujuh. (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2018).

⁷¹ Merton Miller and Franco Modigliani. *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*. The Journal of Business, Vol. 34, No. 4, 1961, pp. 411-433.

dividen dalam proporsi terhadap laba bersih yang besar dari jumlah laba bersih. Hal ini dilakukan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham.⁷²

Tabel
Nilai Koefisien Determinasi dan F-Hitung

R-squared	0.718294	F-statistic	83.50612
Adjusted R-squared	0.709693	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Hasil Estimasi dengan menggunakan Eviews 10.

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R-squared*) sebesar 0,7097 menunjukkan bahwa variable profitabilitas, leverage, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen mampu menjelaskan variasi dari perubahan nilai perusahaan sebesar 70,97 persen. Selanjutnya, nilai *F-statistic* sebesar 83,51 dengan nilai *probability* sebesar 0,0000, menunjukkan bahwa secara simulthan variable profitabilitas, ukuran perusahaan, leverage dan kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang ada di LQ45.

Nilai *F-statistic* yang positif dan signifikan, serta nilai *t-statistic* dari profitabilitas yang juga positif (15,882) dan signifikan (0,0000), dengan besaran nilai koefisien yang paling dominan yaitu 0,255 dibandingkan dengan variable lainnya, membuktikan bahwa meskipun leverage keuangan dan ukuran perusahaan berdampak buruk bagi nilai perusahaan, namun tingkat profitabilitas yang tinggi dan kebijakan dividen yang terus tumbuh positif masih mampu mereduksi dampak negative dari kedua variable tersebut. Temuan ini didukung oleh Husnan dan Pudjiastuti,⁷³ yang menyatakan bahwa apabila perusahaan mampu menghasilkan

⁷² Sukmawati Sukamulja. *Pengantar Pemodelan Keuangan dan Analisis Pasar Modal*. (Yogyakarta: Penerbit Andi. 2017).

⁷³ Suad Husnan & Enny Pudjiastuti. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Ketujuh. (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2018).

laba dari investasi yang dibiayai dengan hutang tersebut, dan laba tersebut lebih besar dari biaya bunga yang harus dibayar, maka tingkat keuntungan pemilik perusahaan akan diperbesar (*leveraged*) sebagai akibat penggunaan hutang tersebut, meskipun risikonya juga meningkat. Penggunaan hutang dapat dibenarkan selama diharapkan dapat menghasilkan rentabilitas ekonomi (atau *basic earning power*) yang lebih besar dari tingkat bunga pinjaman. Hal tersebut disebabkan karena penggunaan hutang tersebut diharapkan akan meningkatkan rentabilitas modal sendiri (atau *return on equity*).

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan, dapat ditarik kesimpulan bahwa secara parsial Profitabilitas yang diproksi dengan *return on equity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, Leverage yang diproksi dengan *debt to equity ratio* berpengaruh negative dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan ukuran perusahaan yang diproksi dengan Ln Total Aset dan Kebijakan Dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Secara simultan profitabilitas, ukuran perusahaan, leverage dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil studi ini membuktikan bahwa meskipun leverage keuangan berdampak buruk bagi nilai perusahaan, namun tingkat profitabilitas yang tinggi dan terus tumbuh positif masih mampu mereduksi dampak negative dari leverage tersebut. Mengacu pada pendapat Husnan & Pudjiastuti,⁷⁴ menyatakan bahwa satu hal yang perlu diingat adalah bahwa penggunaan proporsi hutang yang makin besar akan meningkatkan kepekaan perubahan rentabilitas modal sendiri sebagai akibat perubahan rentabilitas ekonomi. Artinya, selama tingkat laba usaha masih lebih tinggi dari pada tingkat bunga maka kebijakan hutang masih dapat dilakukan. Secara teoritis

⁷⁴ Ibid.

struktur modal yang terbaik adalah struktur modal yang akan meminimumkan biaya modal perusahaan.

Implikasi bagi perusahaan adalah perusahaan harus benar-benar bisa mengendalikan proporsi utang dan ekuitas agar terhindar dari risiko kebangkrutan. Untuk itu studi ini merekomendasikan bahwa manajer perusahaan yang tertarik untuk meningkatkan nilai perusahaan harus memastikan maksimalisasi laba setelah pajak, dan fokus pada kebijakan yang akan meningkatkan rasio leverage perusahaan. Artinya, seorang manajer keuangan yang andal dituntut untuk memiliki kepiawaian dalam mengelola tingkat solvabilitas perusahaan, khususnya dalam mencermati hubungan antara risiko keuangan dengan tingkat pengembalian yang dihasilkan dari dana yang dipinjam perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Khazali, M. Osamah & Zoubi, A. Taisier. (2005). *Empirical Testing of Different Alternative Proxy Measures for Firm Size*. The Journal of Applied Business Research. Vol. 21, No. 3, pp. 79-90.
- Al-Najjar, B. (2009). *Dividend behaviour and smoothing new evidence from jordanian panel data*. Studies in Economics and Finance, 26(3): 182-197.
- Al-Shubiri, F.N. (2011). *Determinants of change, dividend behavior policy: evidence from the amman stock exchange*. Far East Journal of Psychology and Business, Vol. 4, No. 2, pp. 1-15.
- Ambarwati, Indah Eva dan Stephanus Daniel Sugama. (2014). *Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, dan Leverage sebagai Determinan atas Nilai Perusahaan*. Jurnal Akuntansi Multiparadigma, Volume 5, Nomor 2, Hlm. 170-184.
- Anton, S. Gabriel. (2016). *The Impact of Dividend Policy on Firm Value. A Panel Data Analysis of Romanian Listed Firms*. Journal of Public Administration, Finance and Law. Issue 10, pp. 107-112.
- Asadi, Leila. (2012). *Investigating The Effect of Intellectual capital on The Value Creation of Companies Listed in Tehran Stock Exahange*. Science Road Publishing Corporation, Trends in Social Science, Vol. 2, No. 1. Pp. 2-12.
- Cheng, Ming-Chang & Tzeng, Zuwei-Ching. (2011). *The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect*. World Journal of Management Vol. 3, No. 2, Pp. 30-53.
- Chen, Li. Ju & Chen, Shun. Yu. (2011). *The Influence of Profitability on Firm Value with Capital Structure as the Mediator and Firm Size and Industry as Moderators*. Investment Management and Financial Innovations, Vol. 8, Issue 3, pp. 121-129.
- Chandra, Kartika, Fachrudin, Sadalia, Isfenti, Siburian, Rikson. (2017). *The Effect of Capital Structure, Profitability and Dividend Policy on Intrinsic Value of Firm*. Research Journal of Finance and Accounting. Vol. 8, No. 14, pp. 101-107.

- Chan, K. C. Lois, Karceski, Jason, & Lakonishok, Josef. (1998). *The Risk and Return from Factors*. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 33, No. 2, pp. 159-188.
- Dewi, Ayu Sri Mahatma & Wirajaya, Ary. (2013). *Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan*. E-Journal Akuntansi Universitas Yudayana, Vol. 4, No. 2, hal. 358-372.
- Dutta, Subha Ranjan, Mukherjee, Tutun & Sen, Som Sankar. (2018). *Impact of Financial Leverage on the Value of Firm: Evidence from Some NSE Listed Companies*. The BESC Journal of Commerce and Management, Volume 4, pp. 42-52.
- Ernawati, Dewi & Widyawati, Dini. (2015). *Pengaruh Profitabilitas, Leverage dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan*. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi. Vol. 4, No. 4, hlm: 1-17.
- Hanafi, Mamduh M & Halim, Abdul. (2018). *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Kelima. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Haugen, R.A. & Baker, N.L. (1996). *Commonality in the determinants of expected stock returns*. Journal of Financial Economics, 41, pp. 401-439.
- Hariyanto, Lidia & Juniarti. (2014). *Pengaruh Family Control, Firm Risk, Firm Size dan Firm Age Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Sektor Keuangan*. Business Accounting Review. Vol. 2, No. 1, Hal. 141-150.
- Haruman. Tendi. (2008). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Pendanaan (Perspektif Agency Theory): Survey pada Perusahaan Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia*.

- Hasnawati, Sri & Sawir, Agnes. (2015). Keputusan Keuangan, Ukuran Perusahaan, Struktur Kepemilikan dan Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Manajemen & Kewirausahaan*. Vol. 17, No. 1, hal. 65-75.
- Herawati, Titin. (2013). *Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan*. E-Jurnal Universitas Negeri Padang. Vol. 2, No. 2, hal. 1-18.
- Hery. (2017). *Kajian Riset Akuntansi: Mengulas Berbagai Hasil Penelitian Terkini dalam Bidang Akuntansi dan Keuangan*. Jakarta: Penerbit PT Grasindo.
- Hery, (2016). *Analisis Laporan Keuangan: Integrated and Comprehensive Edition*. Jakarta: Penerbit PT Grasindo.
- Hermuningsih, Sri. 2012. *Pengantar Pasar Modal Indonesia*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Hasnawati, sri. 2005a. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan*. No. 09, Hal 33-41.
- Horne, Van & James C. (1992). *Finance Management and Policy*. Ninth Edition, Prentice Hall, International Inc.
- Husnan, Suad & Pudjiastuti, Enny. (2018). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Ketujuh. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Husnan, Suad. (2000). *Financial Management Theory and Application (Short-Term Decisions)*. Yogyakarta: Yogyakarta BPFE.
- Ismawati, Linna. (2018). *The Influence of Capital Structure and Dividends Policy to Firms Value Listed at Indonesian Stock Exchange*. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, volume 225. International Conference on Business, Economic, Social Sciences and Humanities.
- Iturriaga, Felix J. Lopez & Juan Antonio Rodriguez-Sanz. (2004). *Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equations Analysis of Spanish Companies*. *Journal of Management and Governance*. Vol. 5, No. 2, Pp. 179-204.

- Jiang, Jun & Jiranyakul, Komain. (2013). *Capital Structure, Cost of Debt and Dividend Payout of Firms in New York and Shanghai Stock Exchanges*. International Journal of Economics and Financial Issues. Vol. 3, No. 1, pp.113-121.
- John, Kose & Williams, Joseph. (1985). *Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium*. The Journal of Finance. Vol. 40, No. 4, pp.1053-1070.
- Jusriani, Ika Fanindya & Rahardjo, Shiddiq Nur. (2013). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011). Diponegoro Journal of Accounting. Volume. 2, Nomor. 2, Halaman. 1-10.
- Manurung, Shinta D., Suhadak, & Nila Firdausi Nuzula. (2014). *The Influence of Capital Structure on Profitability and Firm Value (a Study on Food and Beverage Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2010-2012 Period)*. Jurnal Administrasi Bisnis (JAB). Vol. 7, No. 2, Hal. 1-8.
- Marangu, Kenneth & Jagongo, Ambrose. (2014). *Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables (An Empirical Study of Companies Quoted at Nairobi Securities Exchange, Kenya)*. Global Journal of Commerce & Management Perspective. Vol.3 (6), pp.50-56.
- Margaretha, Farah. 2014. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: PT Dian Rakyat
- Meidiawati, Karina dan Mildawati, Titik. (2016). *Pengaruh Size, Growth, Profitabilitas, Struktur Modal, Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan*. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi. Vol. 5, No.2, Hlm. 1-16.
- Mubyarto, Novi & Khairiyani. (2019). *Kebijakan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Sebagai Determinan Nilai Perusahaan*. Jurnal Akuntansi Multiparadigma. Vol. 10, No. 2.

- Merton Miller and Franco Modigliani. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares The Journal of Business, Vol. 34, No. 4, pp. 411-433.
- Miller, Merton H. & Rock, Kevin. (1985). *Dividend Policy Under Asymmetric Information*. The Journal of Finance. Vo. 40, No. 4, pp. 1031-1051.
- Nigel, Driffield L, Mahambare, Vidya and Pal, Sarmistha 2007. *How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence from East Asia*. Economics of Transition, Vol. 15, No. 3, pp. 535-573.
- Nuraina, Eva. (2012). *Pengaruh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan*. Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE), Vol. 19, No.12, ISSN: 1412-3126.
- Octaviani, Lisa. (2013). *Pengaruh Kebijakan Dividend an Kebijakan Utang Terhadap Kepemilikan Manajerial pada Badan Usaha Sektor Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Selama Periode 2007-2011*. Calyptra: Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya Vol.2, No.1, hal. 1-15.
- Park, K. Suh & Rhee, K. Jae. (2017). *Dividend Policy and the Sensitivity of Firm Value to Dividend Announcements and Investment*. Journal of Business and Management. Volume 6, No. 1, pp. 1-18.
- Pertiwi, Putri Juwita, Parengkuan Tommy, & Johan R. Tumiwa. (2016). *Pengaruh Kebijakan Hutang, Keputusan Investasi Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Food and Beverages yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal EMBA, Vol.4, No.1, hal.1369-1380.
- Pontiff, Jeffrey & Schall, D. Lawrence. (1998). *Book-to-Market Ratios as Predictors of Market Returns*. Journal of Financial Economics. Vol. 49, pp. 141-160.
- Prasetyorini, F. Bhekti. (2013). *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Price Earning Rasio dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan*. Jurnal Imu Manajemen, Volume 1, Nomor 1, hal. 183-196.
- Putri, R. Wulandari & Ukhriyawati, C. Fatchu. (2016). *Pengaruh Likuiditas, Leverage Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Telekomunikasi*

- Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014*. BENING, Vol. 3 No. 1, hlm. 52-73.
- Putri, R. Vidiyanna & Rachmawati, Arinie. (2017). *The Effect of Profitability, Dividend Policy, Debt Policy, and Firm Age on Firm Value in The Non-Bank Financial Industry*. Jurnal Ilmu Manajemen & Ekonomika, Vol. 10, No. 1, hal. 14-21.
- Prastuti, Ni Kadek Rai dan Sudiarta, I Gede Merta. (2016). *Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur*. E-Jurnal Manajemen Unud. Vol.5, No.3, pp. 1572-1598.
- Priya, P. Vidhya & Mohanasundari, M. (2016). *Dividend Policy and Its Impact on Firm Value: A Review of Theories and Empirical Evidence*. Apeejay-Journal of Management Sciences and Technology, Vol. 3 (3), pp. 59-69.
- Purwohandoko. (2017). *The Influence of Firm's Size, Growth, and Profitability on Firm Value with Capital Structure as the Mediator: A Study on the Agricultural Firms Listed in the Indonesian Stock Exchange*. International Journal of Economics and Finance; Vol. 9, No. 8, pp. 103-110.
- Pracihara, S. Majid. (2016). *Pengaruh Kebijakan Hutang, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Sektor Pertambangan yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2014)*. Jurnal Ilmu Manajemen Volume. 4 Nomor. 2, Hal. 1-10.
- Rahman, S. (2012). *The role of intellectual capital in determining differences between stock market and financial performance*. International Research Journal of Finance and Economics, Vol. 89, 46-77.

- Rachmawaty & Hanung. (2007). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi X, UNHAS Makassar 26-28 Juli.
- Rayan, Kuben. (2008). *Financial leverage and firm value*. A research project submitted to the Gordon Institute of Business Science, University of Pretoria, in partial fulfilment of the requirements for the degree of Master of Business Administration.
- Rasyid, Abdul. (2015). *Effects of ownership structure, capital structure, profitability and company's growth towards firm value*. International Journal of Business and Management Invention. Vol. 4, No. 4, hal. 25-31.
- Rizqia, A. Dwita, Aisjah, Siti, & Sumiati. (2013). *Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value*. Research Journal of Finance and Accounting. Vol.4, No.11, pp. 120-131.
- Robert Ang. (1997). *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Rosenberg, Barr, Reid, Kenneth, & Lanstein, Ronald. (1985). *Persuasive Evidence of Market Inefficiency*. Journal of Portfolio Management 11, pp. 9-17.
- Ross A. Stephen. (1977). *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*. The Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1, pp. 23-40.
- Safitri, N. Okyana, Handayani R. Siti, Nuzula F. Nila. (2014). *The Influence of Capital Structur and Profitability on Firm Value (A Study in Retail Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2010-2013 period)*. Jurnal Administrasi Bisnis. Vol. 13, No. 2, hal. 1-19.
- Sa'diah, Kamilah. (2018). *The Effect of Corporate Financial Ratio upon The Company Value*. The Accounting Journal of BINANIAGA, Vol. 03, No. 02, Pp. 75-88.
- Sabrin, Buyung Sarita, Dedy Takdir. S, Sujono. (2016). *The Effect of Profitability on Firm Value in Manufacturing Company at Indonesia Stock Exchange*. The

- International Journal of Engineering and Science (IJES), Volume. 05, Issue. 10, Pages. 81-89.
- Sawir, Agnes. (2004). *Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Soliha, Euis dan Taswan. (2002). *Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya*. Jurnal Bisnis dan Ekonomi, Vol. 9, Hal. 149-163.
- Selcuk, Elif. (2015). *Firm Diversification and Firm's value: Evidence from Emerging Markets*. International Journal of Emerging Markets. Vol. 10 (3): 294-310.
- Sugiono, Arif dan Untung, Edi. (2016). *Panduan Praktis Dasar Analisis Laporan Keuangan*. Penerbit PT. Grasindo, Jakarta. Hal. 71.
- Sartono, Agus. (2010). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi ke 4. Yogyakarta: BPFE.
- Sucuahi, William & Cambarihan, J. Mark. (2016). *Influence of Profitability to the Firm Value of Diversified Companies in the Philippines*. Accounting and Finance Research Vol. 5, No. 2, pp. 149-153.
- Soliha, Euis, dan Taswan. (2002). *Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya*. Jurnal Bisnis dan Ekonomi, September, h 1-17.
- Sudana, I Made. (2015). *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Edisi Kedua. Jakarta: Erlangga.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. (2007). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi empirik pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur di Bursa Efek Jakarta)*. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan. Vol. 9, No. 1, Hal. 41-48.

- Sugiarto, Melanie. (2011). *Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang Sebagai Intervening*. Jurnal Akuntansi Kontemporer, Vol. 3, No. 1, hal. 1-25.
- Senata, Maggee. (2016). *Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan yang Tercatat pada Indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil, Vol. 6, No. 1, hal. 73–84.
- Sukamulja, Sukmawati. (2017). *Pengantar Pemodelan Keuangan dan Analisis Pasar Modal*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Sugiono, Arief & Untung, Edi. (2016). *Panduan Praktis Dasar Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Penerbit PT Grasindo.
- Tui, Sutardjo, Mahfud Nurnajamuddin, Mukhlis Sufri, & Andi Nirwana. (2017). *Determinants of Profitability and Firm Value: Evidence from Indonesian Banks*. IRA-International Journal of Management & Social Sciences. ISSN 2455-2267; Vol. 7, No. 1, Pp. 84-95.
- Welley, Morenly & Untu, Victoria. (2015). *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Di Sektor Pertanian Pada Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2013*. Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi, Vol. 3, No. 1, hlm: 972-983.
- Wijoyo, Amin. (2018). *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Property Dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Ekonomi, Volume. XXIII, No. 01, Hal. 48-61.
- Weston, J. Fred dan Thomas, E Copeland. (2008). *Manajemen Keuangan Jilid 2*. Jakarta: Binarupa Aksara Publisher.
- Wongso, Amanda. (2012). Pengaruh kebijakan dividen, struktur kepemilikan, dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan dalam perspektif teori Agensi dan teori signaling. Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen. Vol. 1, No. 5, hal. 1-6.

- Yang, C.C., Lee, C.F., Gu, Y.X. & Lee, Y.W. (2010). *Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock market*. The Quarterly Review of Economics and Finance, 50, pp. 222-233.
- Yunita, Indah. (2011). *Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen, Size, dan Mekanisme Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2010)*. Tesis. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Yuniati, Mei, Raharjo, Kharis, & Oemar, Abrar. (2016). *Pengaruh Kebijakan Deviden, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2014*. Journal of Accounting, Volume. 2, No. 2.