



# PENGARUH RASIO PROFITABILITAS, LEVERAGE, SIZE, DAN SALES GROWTH TERHADAP RETURN SAHAM YANG DIMEDIASI OLEH DIVIDEN (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode Tahun 2012-2014)

Michael Sandra Pramana<sup>1</sup>, Irene Rini Demi Pangestuti  
Email: [sp\\_michael@yahoo.com](mailto:sp_michael@yahoo.com)

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

## ABSTRACT

*This study aims to analyze the effect of Return On Equity (ROE), Debt Equity Ratio (DER), size, and sales growth toward stock return with using Dividend Payout Ratio (DPR) as mediator variable, case study on manufacture company in Indonesian Stock Exchange during period 2012-2014. Reseachr population used manufacture company in Indonesian Stock Exchange during period 2012-2014. Taken samples of the all purpose 30 companies by using purposive sampling method. The data used in this study were obtained from the Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2011-2015. IDX Company Report and [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Analysis technique used Ordinary Least Square Regression (OLS), statistics t-test, sobel test, and classics assumption test that includes of normality test, multicollinearity test, heteroskedastisitas test, and autocorrelation test. The result shows that ROE has positive association with DPR, DER has negative association with DPR, size has positive association with DPR, sales growth hasn't association with DPR, DPR has positive association with stock return, and the other variable hasn't association with stock return. The result of path analysis and sobel test also showed that DPR may mediate the effect of ROE and size on stock return.*

**Keywords:** Return On Equity (ROE), Debt Equity Ratio (DER), size, sales growth, Dividend Payout Ratio (DPR), stock return

## PENDAHULUAN

Investasi dalam saham dinilai mempunyai tingkat risiko yang lebih besar dibandingkan dengan alternatif investasi lain seperti obligasi, tabungan, dan deposito. Hal ini disebabkan oleh keuntungan (*return*) yang diharapkan dari investasi pada saham tidaklah pasti, dimana ketidakpastian ini disebabkan oleh pergerakan harga saham yang fluktuatif yang juga dipengaruhi oleh banyak faktor (Wijanti dan Sedana, 2013).

Investor yang berinvestasi dengan membeli saham di pasar modal pasti mengharapkan keuntungan (*return*) yang maksimal (Sularso, 2003). Harapan tersebut diusahakan agar dapat terwujud dengan melakukan analisis dan upaya-upaya yang berkaitan dengan investasinya, oleh karena itu perlu diketahui faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi *return* saham. Menurut Arista dan Astohar (2012) faktor-faktor yang mempengaruhi *return* saham dapat diketahui dengan menganalisis rasio keuangan yang mencerminkan kondisi dan kinerja suatu perusahaan. Rasio-rasio keuangan yang dipakai pada penelitian ini untuk menganalisis *return* saham adalah *return on equity* (ROE), *debt equity ratio* (DER), ukuran perusahaan (*size*), pertumbuhan penjualan (*sales growth*), dan *dividend payout ratio* (DPR), rasio-rasio tersebut digunakan untuk menjelaskan kekuatan dan kelemahan dari kondisi keuangan suatu perusahaan, yang dapat memprediksi *return* saham di pasar modal. Hasil penelitian tentang faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi *return* saham khususnya ROE, DER, *size*, *sales growth*, dan DPR masih menghasilkan temuan yang tidak konsisten (lihat misalnya Arista dan Astohar, 2012; Mendari, 2011; Arlian, 2009; Armin, 2009; Wijanti dan Sedana, 2013; Yulita dan Suwarta, 2014; Sularso, 2003; Bomah *et al.*, 2014; Nazir *et al.*, 2010; Unggul, 2013), sehingga perlu dilakukan pengujian lebih lanjut untuk

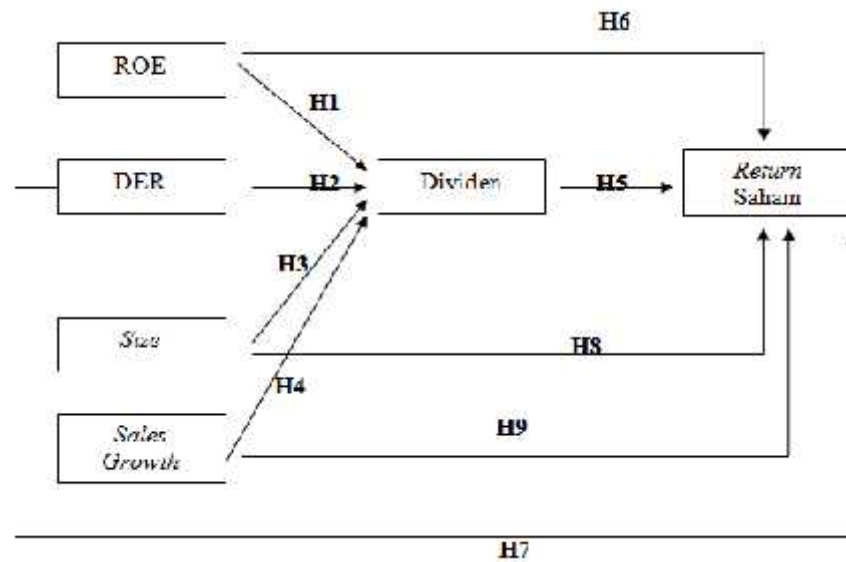
<sup>1</sup> Corresponding author

mengetahui kepastian dari faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi *return* saham di pasar modal.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menemukan bukti empiris pengaruh ROE (*return on equity*), DER (*debt equity ratio*), ukuran perusahaan (*size*), dan pertumbuhan penjualan (*sales growth*) terhadap *return* saham yang dimediasi oleh DPR (*dividen payout ratio*).

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Gambar 1  
Kerangka Pemikiran Teori



Sumber: Boamah, dkk (2014), Nazir, dkk (2010), Wijanti dan Sedana (2013), Sularso (2003), Beny, Anastasia Sri Mendari (2011), Arlian (2009), Desy Arista dan Astohar (2012), Armin (2009), Unggul (2013)

### Pengaruh *Return On Equity* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang tinggi. Profitabilitas pada penelitian ini dihitung dengan menggunakan *Return on Equity* (ROE). Perusahaan yang memperoleh keuntungan yang lebih tinggi cenderung akan membayarkan porsi keuntungannya lebih besar sebagai dividen. Semakin besar laba yang diperoleh maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen. Dengan demikian profitabilitas sangat diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayar dividen (Sulistiyowati, dkk, 2010). Sesuai dengan Teori Dividen Residual (*Residual Theory of Dividends*), yang menyatakan bahwa perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai (Rofelawaty, 2006). Dengan kata lain, dividen yang dibayarkan merupakan ‘sisa’ (*residual*) setelah semua usulan investasi yang menguntungkan habis dibiayai sehingga menghasilkan keuntungan atau profit. Semakin tinggi ROE mengindikasikan perusahaan memiliki tingkat keuntungan yang tinggi, sehingga ini menjadi berita baik bagi investor yang juga mengindikasikan perusahaan untuk membagikan dividen.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Boamah Kofi Baah, Richard Tawiah, dan Opoku Febiri Eric (2014) menyatakan adanya pengaruh positif *Return on Equity* (ROE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Semakin besar laba yang dihasilkan oleh suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula dividen yang dibayarkan.

**H<sub>1</sub>: ROE berpengaruh positif terhadap DPR**

### Pengaruh *Debt Equity Ratio* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Rasio *leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya. *Leverage* pada penelitian ini dihitung dengan menggunakan *Debt Equity Ratio* (DER). DER merupakan rasio hutang terhadap modal. Rasio ini mengukur seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh hutang, dimana semakin tinggi nilai rasio hutang ini menggambarkan gejala yang

kurang baik bagi perusahaan (Sartono 2001: 66). Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang diterima karena kewajiban untuk membayar hutang lebih diutamakan daripada pembagian dividen. Semakin besar kewajiban atau hutang perusahaan maka semakin kecil *dividend payout ratio*. Menurut *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa rasio hutang berhubungan terbalik dengan profitabilitas. Dengan demikian semakin tinggi rasio hutang maka akan semakin rendah rasio profitabilitas suatu perusahaan. Dengan semakin rendahnya profitabilitas tersebut, maka perusahaan akan mengurangi kemampuan perusahaan tersebut dalam membayarkan dividen (Brigham, 1999). Logikanya, apabila perusahaan memiliki banyak hutang dalam hal ini rasio DER yang tinggi maka laba perusahaan akan lebih diprioritaskan untuk menutup kewajiban dalam hal ini hutang perusahaan dibandingkan untuk membagikannya sebagai dividen terhadap investor.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Mian Sajid Nazir, Muhammad Musarat Nawaz, Waseem Anwar, dan Farhan Ahmed (2010) menyatakan adanya pengaruh negatif *Debt Equity Ratio* (DER) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

***H<sub>2</sub>: DER berpengaruh negatif terhadap DPR***

### **Pengaruh *Size* terhadap *Dividend Payout Ratio***

Perusahaan besar yang sudah mapan dapat lebih mudah memperoleh modal di pasar modal karena lebih mempunyai akses atau jaringan yang luas di pasar modal dibandingkan perusahaan baru yang bisa dikatakan mempunyai ukuran perusahaan yang tidak besar. Perusahaan besar memiliki fleksibilitas yang lebih besar juga maka lebih mampu untuk mendapatkan dana jangka pendek. Perusahaan besar dapat mengusahakan pembayaran dividen yang lebih besar juga dibandingkan dengan perusahaan kecil, dari landasan teori pernyataan ini dapat ditarik kesimpulan bahwa semakin besar perusahaan, maka tingkat pembagian dividen akan semakin besar juga (Sartono, 2001). Landasan teori tersebut semakin dikuatkan oleh pernyataan Harsalim (2013) yang mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki aset besar atau yang sudah mapan, cenderung lebih mempunyai akses yang lebih mudah dan lebih luas kedalam pasar modal dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai *size* yang kecil. Dengan demikian, hal tersebut akan mengurangi ketergantungan mereka pada pendanaan internal, sehingga perusahaan akan memberikan pembayaran dividen yang tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki aset sedikit atau ukuran perusahaan yang kecil akan cenderung membagikan dividen yang lebih rendah karena laba lebih dialokasikan pada laba ditahan untuk menambah aset perusahaan.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Boamah Kofi Baah, Richard Tawiah, Opoku Febiri Eric (2014), dan Wijanti dan Sedana (2013) menyatakan adanya pengaruh positif *Size* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

***H<sub>3</sub>: Size berpengaruh positif terhadap DPR***

### **Pengaruh *Sales Growth* terhadap *Dividend Payout Ratio***

Perusahaan yang berada di dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi, harus menyediakan modal yang cukup untuk membelanjai perusahaannya, karena perusahaan yang bertumbuh pesat akan mampu membagikan dividen yang lebih tinggi (Weston dan Brigham, 1994). Bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan dan laba yang tinggi biasanya juga mempunyai kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen lebih konsisten dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah. Pertumbuhan penjualan juga mencerminkan keberhasilan investasi periode masa lalu dan dapat dijadikan asumsi untuk memprediksi pertumbuhan di masa mendatang. Pertumbuhan penjualan juga merupakan indikator permintaan dan daya saing permintaan dalam suatu industri dan juga akan mempengaruhi kemampuan mempertahankan keuntungan untuk mendanai kesempatan-kesempatan pada masa mendatang (Deitiana, 2011). Dari telaah pustaka tersebut dapat disimpulkan pengaruh *sales growth* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR), pertumbuhan penjualan yang tinggi akan mencerminkan pendapatan yang meningkat, sehingga jumlah dana yang diperoleh juga akan semakin meningkat, dengan begitu perusahaan akan mampu untuk membagikan dividen kepada investor dalam jumlah tinggi.

Hasil penelitian yang dilakukan juga oleh Boamah Kofi Baah, Richard Tawiah, Opoku Febiri Eric (2014), dan Wijanti dan Sedana (2013) menyatakan adanya pengaruh positif *Sales Growth* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

#### ***H<sub>4</sub>: Sales Growth berpengaruh positif terhadap DPR***

##### **Pengaruh *Dividend Payout Ratio* terhadap *Return Saham***

Dividen merupakan hak pemegang saham biasa untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam dividen, semua pemegang saham biasa mendapatkan haknya secara proporsional. Pembagian dividen untuk saham biasa dapat dilakukan jika perusahaan sudah membayar dividen untuk saham preferen (Jogiyanto, 2003: 58). Hanafi (2004: 361) menyatakan bahwa dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, di samping *capital gain*. Kebijakan dividen merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Semakin besar laba ditahan semakin sedikit jumlah laba yang dialokasikan untuk pembayaran dividen. Sesuai dengan *signaling hypothesis theory* yang menyatakan bahwa jika ada kenaikan dividen sering kali diikuti dengan kenaikan harga saham (Bhattacharya, 1979). Menurut Modigliani dan Miller kenaikan dividen biasanya merupakan suatu *signal* (tanda) kepada para investor, bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang.

Semakin tinggi kebijakan dividen menunjukkan berita baik bagi investor sehingga berdampak baik pada *return* sahamnya. Penyertaan dari landasan teori tersebut didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan juga Sularso (2003), Wijanti dan Sedana (2013) menyatakan adanya pengaruh positif *Dividend Payout Ratio* (DPR) terhadap *return* saham.

#### ***H<sub>5</sub>: DPR berpengaruh positif terhadap Return***

##### **Pengaruh *Return On Equity* terhadap *Return Saham***

*Return on Equity* (ROE) adalah perbandingan antara laba bersih perusahaan dengan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan (Weston dan Brigham, 1994). ROE merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa banyak keuntungan yang mejadi hak pemilik modal sendiri (saham). ROE adalah rasio yang memberikan informasi pada para investor tentang seberapa besar tingkat pengembalian modal dari perusahaan yang berasal dari kinerja perusahaan menghasilkan laba. Semakin besar nilai ROE maka tingkat pengembalian (*return*) yang di harapkan investor juga besar. Semakin besar nilai ROE maka perusahaan dianggap semakin menguntungkan oleh sebab itu investor kemungkinan akan mencari saham ini sehingga menyebabkan permintaan bertambah dan harga penawaran dipasar sekunder terdorong naik (Beny dan Anastasia Sri Mendari, 2011). Sesuai dengan *signaling hypothesis theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *Return on Equity* (ROE) atau rasio profitabilitas yang tinggi biasanya disebabkan oleh penjualan yang meningkat dan laba yang juga ikut meningkat. Hal tersebut mengindikasikan sinyal baik atau *good news* bagi para pemegang saham. Maka jika ada kenaikan ROE akan sering kali diikuti dengan kenaikan *return* saham. Demikian pula sebaliknya bagi investor, sehingga semakin rendah ROE makan akan semakin rendah juga *return* sahamnya.

Semakin tinggi ROE menunjukkan berita baik bagi investor sehingga akan berdampak baik pada *return* sahamnya. Penyertaan dari landasan teori tersebut didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan Beny, Anastasia Sri Mendari (2011) dan Arlian (2009) menyatakan adanya pengaruh positif *Return on Equity* (ROE) terhadap *return* saham.

#### ***H<sub>6</sub>: ROE berpengaruh positif terhadap Return***

##### **Pengaruh *Debt Equity Ratio* terhadap *Return Saham***

*Debt to Equity Ratio* (DER) adalah perbandingan antara hutang yang dimiliki perusahaan dan total ekuitasnya (Jogiyanto, 2003). DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian dari modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Rasio ini menunjukkan perbandingan antara dana pinjaman atau utang dan modal dalam upaya pengembangan perusahaan. Jika *Debt to Equity Ratio* (DER) perusahaan tinggi, ada kemungkinan *return* saham perusahaan akan rendah karena jika perusahaan memperoleh laba, perusahaan cenderung menggunakan laba tersebut untuk membayar utangnya dibandingkan dengan membagikan dividen (Desy Arista dan Astohar, 2012). Sesuai dengan *signaling hypothesis theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) atau rasio *leverage* yang tinggi menunjukkan semakin buruk kinerja perusahaan karena hutang semakin besar dan ini menyebabkan *bad news* bagi para pemegang saham. Maka



jika ada kenaikan DER akan sering kali diikuti dengan penurunan *return* saham. Demikian pula sebaliknya bagi investor, sehingga semakin rendah DER maka akan semakin tinggi *return* sahamnya.

Semakin rendah DER menunjukkan berita baik bagi investor sehingga akan berdampak baik pada *return* sahamnya. Penyertaan dari landasan teori tersebut didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan Desy Arista dan Astohar (2012) yang menyatakan adanya pengaruh negatif *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *return* saham.

#### ***H<sub>7</sub>: DER berpengaruh negatif terhadap Return***

#### **Pengaruh Size terhadap Return Saham**

Ukuran (*size*) perusahaan bisa diukur menggunakan total aktiva, penjualan, atau modal perusahaan. Salah satu tolak ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran aktiva dari perusahaan. Semakin besar total aktiva semakin mampu perusahaan untuk menghasilkan laba. Semakin besar perusahaan menghasilkan laba, maka akan besar membagikan deviden. Selain itu, jika kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba meningkat, maka harga saham akan meningkat (Husnan; 2001:332). Sesuai dengan *signaling hypothesis theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *size* yang lebih besar mengindikasikan sinyal baik atau *good news* bagi para investor sehingga semakin besar ukuran perusahaan atau *size* nya maka akan semakin tinggi juga *return* sahamnya (Wolk, et al., 2001). Maka jika ada kenaikan *size* akan sering kali diikuti dengan kenaikan *return* saham. Demikian pula sebaliknya bagi investor, sehingga semakin rendah *size* maka akan semakin rendah *return* sahamnya.

Semakin tinggi *size* menunjukkan berita baik bagi investor sehingga akan berdampak baik pada *return* sahamnya. Penyertaan dari landasan teori tersebut didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan Wijanti dan Sedana (2013) yang menyatakan adanya pengaruh positif *size* terhadap *return* saham.

#### ***H<sub>8</sub>: Size berpengaruh positif terhadap Return***

#### **Pengaruh Sales Growth terhadap Return Saham**

*Sales growth* atau pertumbuhan penjualan perusahaan mencerminkan manifestasi keberhasilan investasi periode masa lalu dan dapat dijadikan sebagai prediksi pertumbuhan di masa yang akan datang. Pertumbuhan penjualan juga merupakan indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam suatu industri, laju pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi kemampuan mempertahankan keuntungan dalam menandai kesempatan-kesempatan pada masa yang akan datang (Barton, et al., 1989). Pertumbuhan penjualan yang tinggi akan mencerminkan pendapatan yang tinggi pula sehingga *return* saham cenderung ikut meningkat. Sesuai dengan *signaling hypothesis theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *sales growth* yang lebih besar mengindikasikan sinyal baik atau *good news* bagi para investor sehingga semakin besar pertumbuhannya atau *sales growth* nya maka akan semakin tinggi juga *return* sahamnya. Maka jika ada kenaikan *sales growth* akan sering kali diikuti dengan kenaikan *return* saham. Demikian pula sebaliknya bagi investor, sehingga semakin rendah *sales growth* maka akan semakin rendah *return* sahamnya.

Semakin tinggi *sales growth* menunjukkan berita baik bagi investor sehingga akan berdampak baik pada *return* sahamnya. Penyertaan dari landasan teori tersebut didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan Armin (2009) yang menyatakan adanya pengaruh positif *sales growth* terhadap *return* saham.

#### ***H<sub>9</sub>: Sales Growth berpengaruh positif terhadap Return***

#### **Pengaruh Return On Equity terhadap Return Saham yang dimediasi oleh Dividend Payout Ratio**

Perusahaan dengan *Return on Equity* (ROE) yang tinggi, berarti memiliki laba yang cukup untuk membayarkan dividen kepada pemegang sahamnya. Semakin tinggi ROE maka dividen yang dibagikan kepada pemegang saham juga akan semakin tinggi, sehingga *return* saham akan ikut naik. Kebijakan dividen memberikan informasi mengenai pertumbuhan laba perusahaan di masa depan, informasi ini akan mengundang respon dari investor yang nantinya akan berpengaruh terhadap *return* perusahaan (Boamah, et al., 2014). Sesuai dengan *signalling hypothesis theory*, dapat dinyatakan bahwa ROE yang semakin tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki

keuntungan yang tinggi pula, sehingga ini menjadi *good news* atau sinyal baik bagi investor dan akan berdampak pada peningkatan dividen yang dibayarkan, sehingga juga akan meningkatkan *return* sahamnya.

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Unggul (2013) menyatakan bahwa terdapat pengaruh rasio profitabilitas (ROE) terhadap *return* saham dengan dividen sebagai variabel mediasi.

***H<sub>10</sub>: Terdapat pengaruh ROE terhadap Return yang dimediasi oleh DPR***

### **Pengaruh Debt Equity Ratio terhadap Return Saham yang dimediasi oleh Dividend Payout Ratio**

Perusahaan dengan DER yang rendah, berarti memiliki tingkat hutang yang rendah juga, tingkat hutang yang rendah dianggap dapat meningkatkan pendapatan perusahaannya, bila pendapatan perusahaan meningkat maka dividen yang dibagikan akan ikut meningkat, peningkatan dividen ini juga akan berdampak pada peningkatan *return* saham. Peningkatan atau penurunan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang diterima karena kewajiban untuk membayar hutang lebih diutamakan daripada pembagian dividen. Dengan demikian semakin rendah rasio hutang maka akan semakin meningkatkan rasio profitabilitas suatu perusahaan. Dengan semakin meningkatnya profitabilitas tersebut, maka perusahaan akan meningkatkan kemampuannya dalam membayarkan dividen (Brigham, 1999). Sesuai dengan *signalling hypothesis theory*, dapat dinyatakan bahwa DER yang semakin rendah menunjukkan bahwa perusahaan akan memiliki pendapatan yang meningkat, sehingga ini menjadi *good news* atau sinyal baik bagi investor dan akan berdampak pada peningkatan dividen yang dibayarkan, sehingga juga akan meningkatkan *return* sahamnya.

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Mian Sajid Nazir, Muhammad Musarat Nawaz, Waseem Anwar, dan Farhan Ahmed (2010) menyatakan bahwa terdapat pengaruh rasio *leverage* (DER) terhadap *return* saham dengan dividen sebagai variabel mediasi.

***H<sub>11</sub>: Terdapat pengaruh DER terhadap Return yang dimediasi oleh DPR***

### **Pengaruh Size terhadap Return Saham yang dimediasi oleh Dividend Payout Ratio**

Perusahaan dengan *size* yang besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki aset yang besar pula, sehingga dapat lebih mudah memperoleh modal dan memiliki fleksibilitas yang lebih besar juga di pasar modal karena lebih mempunyai akses atau jaringan yang luas dibandingkan perusahaan baru yang mempunyai *size* yang kecil. Perusahaan besar dapat mengusahakan pembayaran dividen yang lebih besar juga dibandingkan dengan perusahaan kecil kepada pemegang sahamnya, pembayaran dividen yang besar ini akan berdampak baik terhadap *return* saham, sebaliknya perusahaan yang memiliki *size* kecil akan cenderung membagikan dividen yang lebih kecil karena laba lebih dialokasikan pada laba ditahan untuk menambah aset perusahaan daripada digunakan untuk membayar dividen. Sesuai dengan *signalling hypothesis theory*, dapat dinyatakan bahwa *size* yang semakin besar menunjukkan perusahaan akan memiliki keuntungan yang lebih besar pula, sehingga ini menjadi *good news* atau sinyal baik bagi investor dan akan berdampak pada peningkatan dividen yang dibayarkan, sehingga juga akan meningkatkan *return* sahamnya.

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Mian Sajid Nazir, Muhammad Musarat Nawaz, Waseem Anwar, dan Farhan Ahmed (2010) menyatakan bahwa terdapat pengaruh *size* terhadap *return* saham dengan dividen sebagai variabel mediasi.

***H<sub>12</sub>: Terdapat pengaruh Size terhadap Return yang dimediasi oleh DPR***

### **Pengaruh Sales Growth terhadap Return Saham yang dimediasi oleh Dividend Payout Ratio**

Perusahaan dengan *sales growth* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut berada di dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi, sehingga harus menyediakan modal yang cukup untuk membelanjai perusahaannya, karena perusahaan yang bertumbuh pesat akan mampu membagikan dividen yang lebih tinggi (Weston dan Brigham, 1994). *Sales growth* yang tinggi akan mencerminkan pendapatan yang meningkat, sehingga jumlah dana yang diperoleh perusahaan juga akan semakin meningkat, dengan begitu perusahaan akan mampu untuk membagikan dividen yang lebih tinggi kepada investornya, pembayaran dividen yang tinggi ini akan berdampak baik terhadap *return* saham. Sesuai dengan *signalling hypothesis theory*, dapat

dinyatakan bahwa *sales growth* yang semakin besar menunjukkan perusahaan memiliki penjualan yang besar dan inimenandakan keuntungan yang lebih besar pula, sehingga ini menjadi *good news* atau sinyal baik bagi investor dan akan berdampak pada peningkatan dividen yang dibayarkan, sehingga juga akan meningkatkan *return* sahamnya.

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Mian Sajid Nazir, Muhammad Musarat Nawaz, Waseem Anwar, dan Farhan Ahmed (2010) menyatakan bahwa terdapat pengaruh *sales growth* terhadap *return* saham dengan dividen sebagai variabel mediasi.

***H<sub>13</sub>: Terdapat pengaruh Sales Growth terhadap Return yang dimediasi oleh DPR***

## METODE PENELITIAN

### Variabel Penelitian

*Return* saham sebagai variabel dependen dalam penelitian ini diukur dengan perbandingan antara harga saham periode saat ini dengan harga saham pada periode sebelumnya (Jogiyanto, 2003). Variabel profitabilitas perusahaan diproxy dengan menggunakan *return on equity* (ROE) yang merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan total ekuitas, karena ROE digunakan untuk mengukur tingkat efektivitas perusahaan dalam menghasilkan laba atas modalnya sendiri (Horne dan Wachowicz, 2012). Variabel *leverage* perusahaan diproxy dengan menggunakan *debt equity ratio* (DER) yang merupakan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas, karena DER mengukur seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh hutang, dimana semakin tinggi nilai rasio ini menggambarkan gejala yang kurang baik bagi perusahaan (Sartono 2001: 66). Variabel *size* diproxy dengan menggunakan *natural log of total assets*, yang menunjukkan seberapa besar perusahaan dilihat dari total aset yang dimilikinya (Sutrisno, 2001). Variabel *sales growth* atau pertumbuhan penjualan diukur menggunakan perbandingan dari total penjualan periode sekarang dengan periode sebelumnya (Munawir, 2007). Variabel dividen yang berperan sebagai variabel mediasi diproxy dengan menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) yang merupakan perbandingan antara *dividend per share* dengan *earnings per share*, karena DPR menjelaskan seberapa besar porsi dividen dari *net income* perusahaan. Apabila nilai DPR semakin tinggi maka nilai perusahaan juga akan semakin tinggi dihadapan para investor karena dengan nilai DPR yang tinggi menunjukkan tingkat pembagian dividen yang menjanjikan (Nazir, et al., 2011).

### Penentuan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam kurun waktu tahun 2012-2014 dengan jumlah 144 perusahaan. Metode pengambilan sampel dengan menggunakan *purposive sampling* dengan tujuan mendapatkan sampel yang representatif yang sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 30 perusahaan manufaktur, karena banyak sampel yang tidak membagikan dividen secara berturut-turut pada periode tahun 2012-2014. Sumber data-data yang digunakan diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang dipublish di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder.

### Metode Analisis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan analisis regresi linear berganda (*multiple linear regression*) dengan metode *ordinary last square regression* (OLS). Analisis regresi berguna untuk menguji pengaruh variabel independen yaitu ROE, DER, *size*, *sales growth*, dan DPR terhadap variabel dependen yaitu *return* saham. Sedangkan uji sobel (*sobel test*) digunakan untuk mengetahui pengaruh mediasi dari DPR. Berikut ini adalah persamaannya:

Untuk model pertama pada hipotesis 1-4 menggunakan persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y_1 = \beta_1 + \beta_2 X_1 + \beta_3 X_2 + \beta_4 X_3 + \beta_5 X_4$$

Dimana:

$$Y_1 = \text{Dividend Payout Ratio (DPR)}$$

$$\beta_1 = \text{Konstanta}$$

$$\beta_2 - \beta_5 = \text{Koefisien Regresi}$$

$$X_1 = \text{Return On Equity (ROE)}$$

$$X_2 = \text{Debt Equity Ratio (DER)}$$

$X_3 = \text{Size (Natural Log of Total Assets)}$

$X_4 = \text{Sales Growth (Rasio Pertumbuhan Penjualan)}$

Untuk model kedua pada hipotesis 5-9 menggunakan persamaan regresi tambahan sebagai berikut:

$$Y_2 = \beta_2 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \beta_9 X_9$$

Dimana:

$Y_2 = \text{Return Saham}$

$\beta_2 = \text{Konstanta}$

$\beta_5 - \beta_9 = \text{Koefisien Regresi}$

$X_5 = \text{Return On Equity (ROE)}$

$X_6 = \text{Debt Equity Ratio (DER)}$

$X_7 = \text{Size (Natural Log of Total Assets)}$

$X_8 = \text{Sales Growth (Rasio Pertumbuhan Penjualan)}$

$X_9 = \text{Dividend Payout Ratio (DPR)}$

Untuk uji pengaruh mediasi pada hipotesis 10-13 menggunakan uji sobel yang dapat dihitung dengan rumus dibawah ini (Ghozali, 2011):

$$Sab = \sqrt{b^2 Sa^2 + a^2 Sb^2 + Sa^2 Sb^2}$$

Dimana:

$a = \text{koefisien variabel eksogen}$

$b = \text{koefisien variabel mediator}$

$Sa = \text{standard error variabel eksogen}$

$Sb = \text{standard error variabel mediator}$

$Sab = \text{standard error indirect effect}$

Untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung, maka perlu dihitung nilai t dari koefisien ab dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{ab}{Sab}$$

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Sampel Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat di dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2012-2014. Sampel diambil dengan metode *purposive sampling*, yaitu penentuan sampel dari populasi yang ada berdasarkan kriteria-kriteria tertentu yang telah ditetapkan. Penentuan kriteria sampel dalam penelitian ini dideskripsikan pada tabel 1 sebagai berikut:

**Tabel 1**  
**Proses Seleksi Penentuan Jumlah Sampel**

No.	Kualifikasi Sampel	Jumlah Perusahaan
1.	Perusahaan <i>go public</i> yang terdaftar di BEI tahun 2012 dan tetap terdaftar di BEI hingga tahun 2014	467
2.	Perusahaan <i>go public</i> yang bergerak di industri manufaktur dan terdaftar di BEI pada tahun 2012 dan tetap terdaftar di	144



- BEI hingga tahun 2014
3. Perusahaan *go public* bidang manufaktur yang memiliki data lengkap dalam laporan tahunannya dan membagikan dividen secara berturut-turut pada periode tahun 2012-2014 30

Sumber : ICMD dan IDX 2012-2014

## Deskripsi Variabel

Tabel 2  
Statistik Deskriptif Variabel

Variabel	N	Nilai Terendah	Nilai Tertinggi	Rata-Rata	Standar Deviasi
ROE (%)	90	2,10	143,53	26,4651	30,85905
DER (X)	90	0,09	3,19	0,9448	0,73743
SIZE (Ln)	90	13,25	19,28	15,6661	1,51967
S. GROWTH (%)	90	-17,63	127,31	15,3609	17,11220
DPR (%)	90	0,07	138,16	39,0861	28,94499
RETURN (%)	90	-55,33	148,31	3,0476	34,71640

Sumber : Data sekunder yang diolah

*Return on Equity* atau ROE sebagai variabel independen mempunyai nilai minimum sebesar 2,10% yang dimiliki oleh PT Gajah Tunggal Tbk pada tahun 2013 dan nilai maksimum sebesar 143,53% yang dimiliki oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk pada tahun 2014. Nilai *mean* (rata-rata sampel) dari variabel ini adalah sebesar 26,4651% dengan nilai standar deviasi sebesar 30,85905%. Terlihat bahwa nilai *mean* (rata-rata sampel) lebih kecil dibandingkan dengan nilai standar deviasinya, hal ini menunjukkan bahwa terdapat variasi data pada ROE.

*Debt Equity Ratio* atau DER sebagai variabel independen mempunyai nilai minimum sebesar 0,09x yang dimiliki oleh PT Keramika Indonesia Asosiasi Tbk pada tahun 2012 dan nilai maksimum sebesar 3,19x yang dimiliki oleh PT Alumindo Light Metal Industry Tbk pada tahun 2014. Nilai *mean* (rata-rata sampel) dari variabel ini adalah sebesar 0,9448x dengan nilai standar deviasi sebesar 0,73743x. Terlihat bahwa nilai *mean* (rata-rata sampel) lebih besar dibandingkan dengan nilai standar deviasi, hal ini menunjukkan bahwa variabel DER terdistribusi secara normal.

*Size* sebagai variabel independen mempunyai nilai minimum sebesar Ln 13,25 yaitu sama dengan Rp.569.431.000.000 yang dimiliki oleh PT Merck Tbk pada tahun 2012 dan nilai maksimum sebesar Ln 19,28 yaitu sama dengan Rp.236.029.000.000.000 yang dimiliki oleh PT Astra Internasional Tbk pada tahun 2014. Nilai *mean* (rata-rata sampel) dari variabel ini adalah sebesar Ln 15,6661 dengan nilai standar deviasi sebesar Ln 1,51967. Terlihat bahwa nilai *mean* (rata-rata sampel) lebih besar dibandingkan dengan nilai standar deviasi, hal ini menunjukkan bahwa variabel *size* terdistribusi secara normal.

*Sales growth* sebagai variabel independen mempunyai nilai minimum sebesar -17,63% yang dimiliki oleh PT Merck Tbk pada tahun 2014 dan nilai maksimum sebesar 127,31 yang dimiliki oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk pada tahun 2013. Nilai *mean* (rata-rata sampel) dari variabel ini adalah sebesar 15,3609% dengan nilai standar deviasi sebesar 17,11220%. Terlihat bahwa nilai *mean* (rata-rata sampel) lebih kecil dibandingkan dengan nilai standar deviasinya, hal ini menunjukkan bahwa terdapat variasi data pada *sales growth*.

*Dividen Payout Ratio* atau DPR sebagai variabel mediasi mempunyai nilai minimum sebesar 0,07% yang dimiliki oleh PT Merck Tbk pada tahun 2012 dan nilai maksimum sebesar 138,16% yang dimiliki oleh PT Indospring Tbk pada tahun 2013. Nilai *mean* (rata-rata sampel) dari variabel ini adalah sebesar 39,0861% dengan nilai standar deviasi sebesar 28,94499%. Terlihat bahwa nilai *mean* (rata-rata sampel) lebih besar dibandingkan dengan nilai standar deviasi, hal ini menunjukkan bahwa variabel DPR terdistribusi secara normal.

*Return* sebagai variabel dependen mempunyai nilai minimum sebesar -55,33% yang dimiliki oleh PT Alumindo Light Metal Industry Tbk pada tahun 2014 dan nilai maksimum sebesar 148,31% yang dimiliki oleh PT Kimia Farma (Perserto) Tbk pada tahun 2013. Nilai *mean* (rata-rata sampel) dari variabel ini adalah sebesar 3,0476% dengan nilai standar deviasi sebesar 34,71640%. Terlihat bahwa nilai *mean* (rata-rata sampel) lebih kecil dibandingkan dengan nilai standar deviasinya, hal ini menunjukkan bahwa terdapat variasi data pada *return*.

### Pembahasan Hasil Penelitian

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis menggunakan persamaan regresi berganda (*multiple regression*) terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik dan seluruh data sudah diuji dengan asumsi klasik meliputi Uji Normalitas, Uji Multikolinearitas, Uji Heteroskedastisitas dan Uji Autokorelasi hasilnya semua data sudah lolos uji tersebut.

Berdasarkan penilaian kelayakan model regresi (*goodness of test*), nilai signifikansi uji statistic F model 1 dengan DPR sebagai variabel dependen yaitu 0,003 dan pada model 2 dengan *return* sebagai variabel dependen dengan signifikansi sebesar 0,024. Nilai signifikansi dari kedua model adalah dibawah 0,05, maka dari itu dapat disimpulkan bahwa keduanya memenuhi *Goodness of Fit*, karena nilai probabilitas (sig.F) nya lebih kecil dari 0,05 sehingga model penelitian ini layak untuk digunakan.

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan uji statistic T dengan tingkat signifikansi = 5% (<0,05) yang meliputi 2 model: model 1 yaitu dengan DPR sebagai variabel dependen yang dapat dilihat pada Tabel 3 dan model 2 yaitu dengan *return* saham sebagai variabel dependen yang dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 3

Hasil Uji Hipotesis Model 1 (DPR Sebagai Variabel Dependen)

Variabel	t	Nilai Signifikansi ( = 5%)
ROE	2,485	,015*
DER	-2,426	,018*
SIZE	2,239	,028*
S. GROWTH	-,324	,747

Sumber : Data sekunder yang diolah

Keterangan : \*) Signifikan

Hipotesis satu menyatakan bahwa *Return on Equity* (ROE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan hasil uji statistik t menunjukkan bahwa ROE memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa peningkatan ROE akan dapat meningkatkan DPR. Perusahaan yang memperoleh ROE yang lebih tinggi cenderung akan membayarkan porsi keuntungannya lebih besar sebagai dividen. Dengan demikian profitabilitas sangat diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen (Sulistyowati, dkk, 2010). Sesuai dengan Teori Dividen Residual yang menyatakan bahwa perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai (Rofelawaty, 2006). Jadi jumlah profitabilitas yang tinggi merupakan cerminan juga dari ROE yang tinggi dan akan berdampak positif bagi perusahaan karena dapat meningkatkan kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen kepada para pemegang sahamnya. Hasil penelitian ini sejalan dengan Boamah, dkk (2014) yang menyatakan semakin tinggi *Return on Equity* (ROE) maka semakin besar pula dividen yang dibagikan perusahaan.

Hipotesis dua menyatakan bahwa *Debt Equity Ratio* (DER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan hasil uji statistik t menunjukkan bahwa DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa penurunan DER akan dapat meningkatkan DPR. Rasio *leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya, pada penelitian ini *leverage* diproksi menggunakan *Debt Equity Ratio* (DER). DER merupakan rasio hutang terhadap modal sendiri dan mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai oleh hutang, dimana semakin tinggi nilai rasio hutang ini menggambarkan gejala yang kurang baik bagi perusahaan (Sartono 2001: 66). Proporsi DER yang semakin tinggi diperkirakan akan mengurangi kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen karena DER yang tinggi mencerminkan hutang perusahaan yang tinggi, sehingga perusahaan akan lebih memilih membayarkan kewajibannya yaitu hutang terlebih dahulu dari pada memilih membayarkan dividen kepada pemegang saham. Sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa rasio hutang berhubungan terbalik dengan rasio profitabilitas. Dengan demikian semakin tinggi rasio hutang maka akan semakin rendah rasio profitabilitas dari suatu perusahaan, semakin rendahnya profitabilitas tersebut, maka perusahaan akan mengurangi kemampuannya dalam membayarkan dividen (Brigham, 1999). Hal ini sesuai dengan penelitian

Nazir, dkk (2010) yang menyatakan *Debt Equity Ratio* (DER) memiliki pengaruh negative dan signifikan terhadap dividen yang dibagikan perusahaan.

Hipotesis tiga menyatakan bahwa *size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan hasil uji statistik t menunjukkan bahwa *size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa peningkatan *size* akan dapat meningkatkan DPR. Perusahaan yang memiliki aset besar atau *size* yang besar dianggap sebagai perusahaan yang sudah mapan dan cenderung mempunyai akses yang lebih mudah dan lebih luas kedalam pasar modal dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai *size* yang kecil. Perusahaan dengan *size* besar memiliki fleksibilitas yang besar juga untuk mendapatkan dana jangka pendek, selain itu perusahaan besar dapat mengusahakan pembayaran dividen yang lebih besar juga dibandingkan dengan perusahaan kecil (Sartono, 2001). Dengan demikian, hal tersebut akan mengurangi ketergantungan mereka pada pendanaan internal, sehingga perusahaan akan memberikan pembayaran dividen yang tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki aset sedikit atau ukuran perusahaan yang kecil akan cenderung membagikan dividen yang lebih rendah karena laba lebih dialokasikan pada laba ditahan untuk menambah aset perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Wijanti dan Sedana (2013) dan Boamah, dkk (2014) yang menyatakan adanya pengaruh positif dari *size* terhadap jumlah dividen yang dibagikan oleh perusahaan.

Hipotesis empat menyatakan bahwa *sales growth* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan hasil uji statistik t menunjukkan bahwa *sales growth* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap DPR. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa peningkatan *sales growth* berpengaruh negative terhadap DPR secara tidak signifikan (tidak bermakna). Hal ini sesuai dengan penelitian Nazir, dkk (2014) yang menyatakan bahwa *sales growth* mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Peningkatan *sales growth* yang mengindikasikan peningkatan profit akan lebih diutamakan untuk meningkatkan laba ditahan yang merupakan sumber dana bagi peningkatan *sales growth* untuk tahun-tahun berikutnya, sehingga porsi peningkatan *sales growth* akan menurunkan DPR secara tidak bermakna (menurun sedikit).

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Hipotesis Model 2 (Return Saham Sebagai Variabel Dependen)**

Variabel	t	Nilai Signifikansi ( = 5%)
PRED.DPR	2,748	,007*
ROE	1,030	,307
DER	1,730	,088
SIZE	-3,174	,002*
S. GROWTH	1,109	,271

Sumber : Data sekunder yang diolah

Keterangan : \*) Signifikan

Hipotesis lima menyatakan bahwa *Dividend Payout Ratio* (DPR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, dan hasil uji statistik t menunjukkan bahwa DPR berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa peningkatan DPR akan dapat meningkatkan *return* saham. *Dividend Payout Ratio* (DPR) menunjukkan porsi dividen yang berasal dari laba (EAT) perusahaan, semakin tinggi DPR menunjukkan peningkatan *return* yang akan diterima oleh investor. Sesuai dengan *signaling hypothesis theory* yang menyatakan bila terjadi kenaikan dividen sering kali diikuti dengan kenaikan harga saham (Bhattacharya, 1979), maka peningkatan DPR juga akan meningkatkan *return* saham. Hal ini sesuai dengan Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa kenaikan dividen biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang, sehingga banyak investor yang tertarik terhadap saham yang membagikan dividen tersebut, seperti hukum permintaan dan penawaran, bila banyak terjadi permintaan atas saham yang membagikan dividen tinggi tersebut, otomatis harga sahamnya akan meningkat dan *return* saham ikut meningkat juga. Hal ini sesuai dengan penelitian Sularso (2003) dan Wijanti dan Sedana (2013) yang menyatakan adanya pengaruh positif dan signifikan antara dividen terhadap *return* saham.

Hipotesis enam menyatakan bahwa *Return on Equity* (ROE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, dan hasil uji statistik t menunjukkan bahwa ROE berpengaruh

positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa peningkatan ROE akan dapat meningkatkan *return* saham secara tidak signifikan (tidak bermakna). Hal ini sesuai dengan penelitian Desy Arista dan Astohar (2012) yang menyatakan bahwa ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa rata-rata ROE perusahaan sampel sebesar 26,47%, tidak mampu memberikan sinyal positif kepada investor untuk meningkatkan harga saham secara signifikan sehingga tidak mampu mempengaruhi *return* saham.

Hipotesis tujuh menyatakan bahwa *Debt Equity Ratio* (DER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham, dan hasil uji statistik t menunjukkan bahwa DER berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa penurunan DER akan dapat meningkatkan *return* saham secara tidak signifikan (tidak bermakna). Hal ini sejalan dengan penelitian Armin (2009) yang menyatakan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa penurunan DER akan berdampak positif terhadap *return* saham secara tidak signifikan (tidak bermakna), karena rata-rata DER sudah mencapai 94,48%, menunjukkan jumlah DER perusahaan sudah cukup tinggi, sehingga penurunan yang terjadi tidak dapat secara bermakna mempengaruhi *return* saham.

Hipotesis delapan menyatakan bahwa *size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, dan hasil uji statistik t menunjukkan bahwa *size* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham. Hal ini sejalan dengan penelitian Yulita dan Suwarta (2014) yang menyatakan bahwa *size* berpengaruh negative dan signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa peningkatan *size* berpengaruh negative dan signifikan terhadap *return* saham, hal ini sesuai dengan fenomena *size effect* dimana saham perusahaan yang lebih kecil akan cenderung memiliki *return* yang lebih besar dibandingkan dengan saham perusahaan yang lebih besar. Perusahaan dengan *size* besar cenderung memiliki harga yang lebih mahal dibandingkan dengan perusahaan yang *size* nya kecil, sehingga mengurangi kemampuan investor dalam membeli saham.

Hipotesis sembilan menyatakan bahwa *sales growth* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, dan hasil uji statistik t menunjukkan bahwa *sales growth* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa peningkatan *sales growth* akan dapat meningkatkan *return* saham secara tidak signifikan (tidak bermakna). Hal ini sejalan dengan penelitian Yulita dan Suwarta (2014) yang menyatakan bahwa *sales growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa rata-rata *sales growth* perusahaan sampel sebesar 15,36%, tidak mampu memberikan sinyal positif kepada investor, sehingga harga saham hanya meningkat tidak bermakna (meningkat sedikit) dan berpengaruh tidak signifikan pada *return* saham.

Sedangkan untuk menguji pengaruh dari variabel mediasi digunakan uji sobel dengan melihat hasil nilai t hitung yang dibandingkan dengan nilai t tabel yang dapat dilihat pada Tabel 5, yaitu dengan tingkat signifikansi = 5% (>1,64) yang hasilnya dapat dilihat sebagai berikut:

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Mediasi (Dengan DPR Sebagai Variabel Mediasi)**

Variabel	Hasil Nilai t Hitung
ROE	1,790*
DER	-1,766
SIZE	1,680*
S. GROWTH	-0,303

Sumber : Data sekunder yang diolah

Keterangan : \*) Signifikan

Hipotesis sepuluh menyatakan bahwa terdapat pengaruh ROE terhadap *return* saham yang dimediasi oleh dividen, dan hasil uji sobel menunjukkan bahwa dividen dapat memediasi pengaruh ROE terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini menunjukkan nilai t hitung 1,790 > 1,64 yang mengindikasikan bahwa ROE tidak berpengaruh secara langsung terhadap *return* saham, namun ROE berpengaruh terhadap DPR dan DPR berpengaruh terhadap *return* saham, sehingga pengaruh tidak langsung ROE terhadap *return*, lebih besar daripada pengaruh langsung ROE terhadap *return*, karena pengaruh koefisien tidak langsung yang sebesar 8,148 lebih besar daripada koefisien



langsung yang sebesar 2,723, maka dapat diperoleh hubungan mediasi antara ketiga variabel. Oleh karena itu peningkatan ROE akan dapat meningkatkan *return* saham melalui jumlah DPR yang dibagikan oleh perusahaan.

Hipotesis sebelas menyatakan bahwa terdapat pengaruh DER terhadap *return* saham dengan dividen sebagai variabel intervening, dan hasil uji sobel menunjukkan bahwa dividen tidak dapat memediasi pengaruh DER terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini menunjukkan nilai  $t$  hitung  $-1,766 < 1,64$  yang mengindikasikan bahwa DER berpengaruh positif terhadap *return* saham namun DER berpengaruh negatif terhadap DPR dan DPR berpengaruh positif terhadap *return* saham, sehingga DPR tidak dapat memediasi pengaruh DER terhadap *return* saham.

Hipotesis duabelas menyatakan bahwa terdapat pengaruh *size* terhadap *return* saham yang dimediasi oleh dividen, dan hasil uji sobel menunjukkan bahwa dividen dapat memediasi pengaruh *size* terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini menunjukkan nilai  $t$  hitung  $1,680 > 1,64$  yang mengindikasikan bahwa *size* tidak berpengaruh secara langsung terhadap *return* saham, namun *size* berpengaruh terhadap DPR dan DPR berpengaruh terhadap *return* saham, sehingga pengaruh tidak langsung *size* terhadap *return*, lebih besar daripada pengaruh langsung *size* terhadap *return*, karena pengaruh koefisien tidak langsung yang sebesar 52,466 lebih besar daripada koefisien langsung yang sebesar -91,870, maka dapat diperoleh hubungan mediasi antara ketiga variabel. Oleh karena itu peningkatan *size* akan dapat meningkatkan *return* saham melalui jumlah DPR yang dibagikan oleh perusahaan.

Hipotesis tigabelas menyatakan bahwa terdapat pengaruh *sales growth* terhadap *return* saham dengan dividen sebagai variabel intervening, dan hasil uji sobel menunjukkan bahwa dividen tidak dapat memediasi pengaruh *sales growth* terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini menunjukkan nilai  $t$  hitung  $-0,303 < 1,64$  yang mengindikasikan bahwa *sales growth* berpengaruh positif terhadap *return* saham namun *sales growth* berpengaruh negatif terhadap DPR dan DPR berpengaruh positif terhadap *return* saham, sehingga DPR tidak dapat memediasi pengaruh *sales growth* terhadap *return* saham.

## KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Hasil penelitian ini juga menunjukkan analisis dari faktor-faktor yang mempengaruhi *return* saham. Dari lima faktor yang diteliti (ROE, DER, *size*, *sales growth*, dan DPR), pada model satu terbukti bahwa ROE dan *size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. DER berpengaruh negative dan signifikan terhadap DPR. Hal ini berarti ROE dan *size* yang besar serta DER yang rendah, dapat meningkatkan tingkat DPR perusahaan. Sedangkan faktor lain yaitu *sales growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR. Pada model dua terbukti bahwa DPR berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham dan *size* berpengaruh negative dan signifikan terhadap *return* saham. Hal ini berarti DPR yang tinggi serta *size* yang rendah dapat meningkatkan *return* yang diterima oleh investor. Sedangkan faktor-faktor lain yaitu ROE, DER, dan *sales growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Pada pengujian pengaruh mediasi terbukti bahwa dividen dapat memediasi pengaruh ROE dan *size* terhadap *return* saham. Sedangkan untuk variabel DER dan *sales growth* tidak dapat dimediasi oleh dividen.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. *Pertama*, populasi yang digunakan hanya perusahaan manufaktur yang *go public* yaitu sebanyak 144, dan hanya diperoleh sampel 30 perusahaan karena banyaknya perusahaan yang tidak membagi dividen secara konsisten. *Kedua*, variabel independen pada model 1 hanya memiliki koefisien determinasi sebesar 0,147 dan pada model 2 memiliki koefisien determinasi sebesar 0,114. Kemampuan variabel independen dalam memprediksi hanya sebesar 14,7% pada model 1, sedangkan sisanya 85,3% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model 1 dan kemampuan memprediksi pada model 2 hanya sebesar 11,4%, sedangkan sisanya sebesar 88,6% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model 2.

Atas dasar keterbatasan tersebut untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk menambahkan populasi penelitian sehingga sampel yang digunakan dapat lebih banyak, selain itu juga menambahkan periode tahun hingga tahun sekarang di dalam penelitian agar dapat memberikan hasil yang lebih baik.

## REFERENSI





- Arista, D. dan Astohar. 2012. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Return Saham Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Public di BEI periode tahun 2005 - 2009". *Jurnal Ilmu Manajemen dan Akuntansi Terapan*, Vol. 3, No.1
- Arlian, N.R. 2009. "Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Market to Book Value terhadap Return Saham Perusahaan Property yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007". *Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta*.
- Armin, A. 2009. "Pengaruh Asset Growth, Leverage, dan Return On Investmen Terhadap Return Saham Pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) Tahun 2005-2007", *Jurnal Keuangan Islam*, Vol. 1
- Baah, et al. 2014. "Industry Sector Determinants Of Dividend Policy and Its Effect On Share Price In Ghana". *International Journal of Economics, Business and Finance*, Vol. 2, No. 5
- Barton, et al. 1989. "An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure". *Financial Management Association International*, Vol. 18, No.1, pp. 36-44
- Beny dan Mendari, A.S. 2011. "Pengaruh Value Added Statement, ROA, ROE, dan Operating Cash Flow Terhadap Return Saham Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI". *Widya Warta*, Vol. 1
- Bhattacharya, S. 1979. "Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in the Hand Fallacy". *Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, pp. 259-270
- Brigham, E.F. and Joel F Houston. 1999. *Manajemen Keuangan*. Erlangga, Jakarta.
- Deitiana, T. 2011. "Pengaruh Rasio Keuangan, Pertumbuhan Penjualan, dan Dividen Terhadap Harga Saham". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, No 1, h. 57-66
- Dharmastuti, F. 2004. "Analisis Pengaruh Faktor-Faktor Keuangan Terhadap Harga Saham Perusahaan Go Public di BEI". *Jurnal Manajemen*, Vol. 1, No. 1
- Fairchild, R. 2010. "Dividend Policy, Signalling, and Free Cash Flow: An Integrated Approach". *Journal of Managerial Finance*, Vol. 36, No. 5, pp. 394-413
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: BP-Undip.
- Home, V. and Wachowicz, M. 2012. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Husnan, S. 2001. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Husnan, S. 2003. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek)*. Yogyakarta: BPFE.
- [http://www.idx.co.id/beranda/publikasi/ringkasan\\_kinerja\\_perusahaan\\_tercatat.aspx](http://www.idx.co.id/beranda/publikasi/ringkasan_kinerja_perusahaan_tercatat.aspx)
- <http://www.idx.co.id/id-id/beranda/publikasi/statistik.aspx>
- Jogiyanto, H.M. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Litzenberger, R. H. and Ramaswamy, K. 1982. "The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects of Information Effects". *The Journal of Finance*, Vol. 37, No. 2, pp. 429-443
- Malkawi, dkk. 2010. "Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence". *International Bulletin of Business Administration*, iss. 9
- Mardiyati, dkk. 2012. "Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2010". *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, Vol. 3, No. 1
- Martono dan Harjito, A. 2008, *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonesia.



- Munawir, S. 2007. *Analisa Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Liberty.
- Nazir, et al. 2010. "Determinants of Stock Price Volatility in Karachi Stock Exchange: The Mediating Role of Corporate Dividend Policy". *International Research Journal of Finance and Economics*, Iss. 55
- Purwanto, A. dan Haryanto. 2004. "Pengaruh Perkembangan Informasi Rasio Laporan Keuangan Terhadap Fluktuasi Harga Saham dan Tingkat Keuntungan Saham. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, Vol. 1, No. 1
- Robinson, T. and Munter, P. 2003. *Financial Statement Analysis: A Global Perspective*. London: Pearson.
- Sartono, A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPEF YOGYAKARTA.
- Sekaran, U. 2009. *Metodologi Penelitian untuk Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Subiyantoro, E. dan Andreani, F. 2003. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Harga Saham Kasus Perusahaan Jasa Perhotelan yang Terdaftar di Pasar Modal Indonesia". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 5, No. 2, h. 171-180
- Sudana, I.M. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Erlangga.
- Sularso, A. 2003. "Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Harga Saham (Return) Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Ekonomi, Akuntansi, dan Keuangan*, Vol. 5, No. 1, h. 1-17
- Sulistiyowati, dkk., 2010. "Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Growth terhadap Kebijakan Dividen dengan Good Corporate Governance sebagai Variabel Intervening", *Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto*.
- Sutrisno. 2001. *Manajemen Keuangan Teori, Konsep dan Aplikasi*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Syamsudin, L. 2001. *Manajemen Keuangan Perusahaan (Konsep Aplikasi Dalam Perencanaan, Pengawasan, dan Pengambilan Keputusan)*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Weston, J.F. dan Birgham, E.F. 1994. *Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- Wijanti, N.W.N. dan Sedana, I.B.P. 2013. "Pengaruh Likuiditas, Efektivitas Aktiva, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen dan Harga Saham". *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Udayana*, Vol. 2, No. 1
- Yulita, A. dan Suwarta. 2014. "Pengaruh Faktor Fundamental dan Ekonomi Makro Pada Return Saham Perusahaan Consumer Good". *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, Vol. 8, No. 3
- Wolk, et al. 2001. "Signaling, Agency Theory, Accounting Policy Choice". *Accounting and Business Research*, Vol. 18, No. 69, pp. 47-56