

MODERASI VARIABEL KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PENGARUH KINERJA KEUANGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

I GUSTI AGUNG DIDIT EKA PERMADI

Program Studi Agribisnis K. Mataram UNMAS Denpasar

diditekapermadi@unmas.ac.id

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh likuiditas, *leverage*, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Untuk menganalisis kemampuan kebijakan dividen dalam memoderasi pengaruh likuiditas, *leverage*, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini adalah penelitian kausalitas. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik dokumentasi. Sumber data dalam penelitian ini, seluruhnya menggunakan data sekunder dalam bentuk data ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*). Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Moderated Regression Analysis* (MRA). Dalam penelitian ini mempergunakan alat bantu berupa *software* analisis statistik yaitu *SPSS Statistics 17.0 for Windows*. Hasil penelitian yang diperoleh yaitu likuiditas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen tidak mampu memoderasi hubungan likuiditas terhadap nilai perusahaan. *Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen mampu memoderasi hubungan *leverage* terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen tidak mampu memoderasi hubungan profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci : *likuiditas, leverage, profitabilitas, nilai perusahaan, dan kebijakan dividen.*

ABSTRACT

The research aims at analyzing the effects of liquidity, leverage, and profitability towards company value, analyzing the potency of dividend policy in moderating the effects of liquidity, leverage, and profitability towards company value. This research is causal research. The sample was selected by using purposive sampling technique. The data gathering implemented in this research was documentation technique. The entire data source in this research was secondary data in a form of ICMD (Indonesian Capital Market Directory). The analysis tools used in this research was Moderated Regression Analysis (MRA). This research used statistics SPSS Statistics 17.0 for Windows as statistics analysis software aid. The results of the research are the liquidity did not have effects towards company value; dividend policy could not moderate the correlation between liquidity towards company value; leverage had positive effects towards company value; dividend policy could moderate the correlation between leverage towards company value; profitability had positive effects towards company value; and dividend policy could not moderate the correlation between profitability towards company value.

Keywords : *Liquidity, Leverage, Profitability, Company Value, and Dividend Policy*

PENDAHULUAN

Pesatnya perkembangan Bursa Efek Indonesia saat ini tidak dapat dipisahkan dari peran investor yang melakukan transaksi di Bursa Efek Indonesia. Sebelum seorang investor akan memutuskan untuk menginvestasikan dananya di pasar modal (dengan membeli sekuritas yang diperdagangkan di bursa) ada kegiatan terpenting yang perlu untuk dilakukan, yaitu penilaian dengan cermat terhadap emiten, ia harus percaya bahwa informasi yang diterimanya adalah informasi yang benar.

Salah satu faktor yang mendukung kepercayaan pemodal adalah persepsi mereka akan kewajaran harga sekuritas (saham). Keadaan seperti itu, pasar modal dikatakan efisiensi secara informasional. Pasar modal dikatakan efisiensi secara informasional apabila harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan. Informasi yang tidak benar dan tidak tepat tentunya akan menyesatkan para pemodal dalam melakukan investasi pada sekuritas, sehingga hal ini dapat merugikan para pemodal. Semakin cepat

dan tepat informasi sampai kepada calon pemodal dan dicerminkan pada harga saham, maka pasar modal yang bersangkutan semakin efisien (Imron, 2002 dalam Pinuji, 2009).

Didirikannya sebuah perusahaan harus memiliki tujuan yang jelas. Ada beberapa hal yang mengemukakan tujuan dari berdirinya sebuah perusahaan. Tujuan yang pertama adalah untuk mencapai keuntungan maksimal. Tujuan yang kedua adalah ingin memakmurkan pemilik perusahaan atau para pemilik saham. Sedangkan tujuan perusahaan yang ketiga adalah memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Ketiga tujuan perusahaan tersebut sebenarnya secara substansial tidak banyak berbeda. Hanya saja penekanan yang ingin dicapai oleh masing-masing perusahaan berbeda antara yang satu dengan yang lainnya (Harjito dan Martono, 2013:2).

Nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham meningkat. Semakin tinggi harga saham sebuah perusahaan, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham. *Enterprise Value* (EV) atau dikenal juga sebagai *firm value* (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan (Nurlela dan Islahuddin, 2008 dalam Kusumadilaga, 2010). Wahyudi (2005), Nurlela dan Islahuddin (2008) dalam Kusumadilaga (2010) menyebutkan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli jika perusahaan tersebut dijual.

Salah satu alternatif yang digunakan dalam menilai nilai perusahaan adalah dengan menggunakan Tobin's Q. Rasio ini dikembangkan oleh James Tobin (1967). Rasio ini merupakan konsep yang berharga karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap dolar investasi inkremental. Jika rasio Q di atas satu, ini menunjukkan bahwa investasi dalam aktiva menghasilkan laba yang memberikan nilai yang lebih tinggi daripada pengeluaran investasi, hal ini akan merangsang investasi baru. Jika rasio Q di bawah satu, investasi dalam aktiva tidaklah menarik (Herawati, 2008).

Kinerja keuangan perusahaan merupakan salah satu faktor yang dilihat oleh calon investor untuk menentukan investasi saham. Bagi sebuah perusahaan, menjaga dan meningkatkan kinerja keuangan adalah suatu keharusan agar saham tersebut tetap eksis dan tetap diminati oleh investor. Laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan merupakan cerminan dari kinerja keuangan perusahaan.

Penggunaan informasi keuangan yang disediakan sebuah perusahaan biasanya analis atau investor akan menghitung dan menganalisis rasio-rasio keuangannya yang mencakup rasio likuiditas, *leverage*, profitabilitas, aktivitas, penilaian, dan pertumbuhan perusahaan untuk dasar pertimbangan dalam keputusan investasi. Informasi rasio-rasio keuangan tersebut akan mempengaruhi harapan investor yang berkepentingan dan pada gilirannya akan mempengaruhi nilai perusahaan (Hanafi, 2014:27). Dalam penelitian ini hanya menggunakan rasio likuiditas, *leverage*, dan profitabilitas. Alasannya karena ketiga rasio tersebut lebih dominan jika dibandingkan dengan rasio-rasio keuangan yang lain yang digunakan dalam analisis kinerja keuangan dan investor dapat dengan cepat memprediksi prospek perusahaan di masa yang akan datang (Fahmi, 2012).

Likuiditas menggambarkan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajibannya yang segera harus dipenuhi. Likuiditas akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham. Dividen merupakan arus kas keluar, maka semakin besar jumlah kas yang tersedia maka akan dianggap semakin baiknya likuiditas suatu perusahaan, kemudian semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Harjito dan Martono, 2013:273). Penelitian ini menggunakan rasio likuiditas yang diwakili oleh *Cash Ratio* (CR) yaitu rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk membayar utang yang harus dipenuhi dengan kas yang tersedia dalam perusahaan. Perkembangan *cash ratio* perusahaan manufaktur yang diambil sebagai sampel penelitian pada periode pengamatan tahun 2014 – 2019 dapat dilihat pada tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1. *Cash Ratio* Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014 – 2019.

No.	Nama Perusahaan	<i>Cash Ratio</i> (%)					
		2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	AUTO	78.94	38.79	19.30	23.68	55.37	33.05
2	GJTL	44.86	32.72	20.23	29.95	67.42	30.71
3	KLBF	99.27	165.89	140.52	98.31	53.98	79.41
4	MERK	116.48	205.21	387.78	119.80	124.63	198.28
5	MLBI	39.56	32.69	37.64	12.44	20.14	9.21
6	SMGR	148.68	145.55	116.84	62.63	76.84	93.41
7	TCID	189.85	225.84	157.06	135.65	36.31	19.56
8	TOTO	62.08	57.60	48.12	44.60	50.85	15.89

Sumber : ICMD 2015 – 2020 yang diolah.

Berdasarkan data yang terdapat pada tabel 1 di atas dapat dilihat perkembangan kinerja keuangan ditinjau dari rasio likuiditas yang diwakili oleh *cash ratio* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu mengalami fluktuasi pada tahun 2014 – 2019. *Cash ratio* tertinggi dicapai oleh PT Merck Tbk (MERK) sebesar 387,78% pada tahun 2016 dan *cash ratio* terendah dimiliki oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI) sebesar 9,21% pada tahun 2019.

Leverage mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajiban finansialnya yang terdiri dari utang jangka pendek dan utang jangka panjangnya. *Leverage* dalam penelitian ini diwakili oleh *Debt to Equity Ratio* (DER). DER merupakan rasio yang membandingkan total utang terhadap ekuitas. Rasio ini mengukur persentase dari dana yang diberikan oleh para kreditur. Perkembangan *debt to equity ratio* perusahaan manufaktur yang diambil sebagai sampel penelitian pada periode pengamatan tahun 2014 – 2019 dapat dilihat pada tabel 2 di bawah ini.

Tabel 2. Debt to Equity Ratio Perusahaan Manufaktur Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014 – 2019.

No.	Nama Perusahaan	Debt to Equity Ratio (%)					
		2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	AUTO	37.32	36.14	47.46	61.92	32.00	29.51
2	GJTL	232.40	194.10	160.77	134.92	168.15	168.13
3	KLBF	35.31	21.84	26.99	27.76	33.12	26.56
4	MERK	22.53	19.77	18.25	36.64	36.06	29.42
5	MLBI	843.08	141.23	130.23	249.26	80.46	302.86
6	SMGR	25.43	28.20	34.53	46.32	41.23	37.25
7	TCID	12.92	10.41	10.82	15.02	23.92	44.39
8	TOTO	91.21	73.00	76.13	69.53	68.61	64.66

Sumber : ICMD 2015 – 2020 yang diolah.

Berdasarkan data yang terdapat pada tabel 2 di atas dapat dilihat perkembangan kinerja keuangan ditinjau dari rasio *leverage* yang diwakili oleh *debt to equity ratio* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu mengalami fluktuasi pada tahun 2014 – 2019. *Debt to equity ratio* tertinggi dicapai oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI) sebesar 843,08% pada tahun 2014 dan *debt to equity ratio* terendah dimiliki oleh PT Mandom Indonesia Tbk (TCID) sebesar 10,41% pada tahun 2015.

Profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Rasio profitabilitas dalam penelitian ini diwakili oleh *Return On Equity* (ROE). ROE merupakan rasio yang menunjukkan tingkat pengembalian yang diperoleh pemilik atau pemegang saham atas investasi di perusahaan. ROE membandingkan besarnya laba bersih terhadap ekuitas saham biasa. Perkembangan *return on equity* perusahaan manufaktur yang diambil sebagai sampel penelitian pada periode pengamatan tahun 2014 – 2019 dapat dilihat pada tabel 3 di bawah ini.

Tabel 3. Return On Equity Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014 – 2019.

No.	Nama Perusahaan	Return On Equity (%)					
		2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	AUTO	22.71	29.89	23.41	19.62	10.90	8.00
2	GJTL	33.90	23.55	21.35	19.83	5.95	4.91
3	KLBF	19.39	23.32	23.63	24.04	23.58	21.69
4	MERK	41.42	32.72	46.78	25.87	34.25	32.78
5	MLBI	323.19	93.99	95.68	137.46	120.75	142.30
6	SMGR	32.22	30.14	27.06	27.11	26.84	22.35
7	TCID	14.15	13.86	13.72	13.75	13.57	13.63
8	TOTO	34.58	30.81	28.76	26.35	22.84	23.93

Sumber : ICMD 2015 – 2020 yang diolah.

Berdasarkan data yang terdapat pada tabel 3 di atas dapat dilihat perkembangan kinerja keuangan ditinjau dari rasio profitabilitas yang diwakili oleh *return on equity* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu mengalami fluktuasi pada tahun 2014 – 2019. *Return on equity* tertinggi dicapai oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI) sebesar 323,19% pada tahun 2014 dan *return on equity* terendah dimiliki oleh PT Gajah Tunggal Tbk (GJTL) sebesar 4,91% pada tahun 2019.

Kebijakan dividen sebagai variabel pemoderasi pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan, hal ini dikarenakan kebijakan dividen menjadi pusat perhatian banyak pihak, seperti pemegang saham, kreditur, maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan

perusahaan (Kartika, 2005 dalam Erlangga, 2009). Dividen memiliki atau mengandung informasi sebagai syarat prospek perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja perusahaan akan dianggap semakin baik, dan pada akhirnya penilaian terhadap perusahaan yang tercermin melalui harga saham akan semakin baik pula (Rozeff, 1982 dalam Erlangga, 2009). Kebijakan dividen sebagai variabel pemoderasi juga digunakan sebagai suatu *conditional model* (Ferdinand, 2014:108), yang diharapkan bisa menjadi suatu pengkondisi yang mampu memberikan suatu jawaban yang menjadi alasan dari adanya kontroversi dan *inconsistency* dari hasil-hasil penelitian terdahulu terhadap teori yang sudah ada tentang hubungan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan seperti yang telah dinyatakan dalam teori *information content or signaling hypothesis* (Brigham dan Houston, 2006:76).

Alasan penelitian ini menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) untuk mewakili kebijakan dividen dikarenakan DPR pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan. Miller dan Modigliani (1961) dalam Saxena (1999), telah mengembangkan *irrelevant dividend*, yang selanjutnya disusul dengan beberapa studi yang membahas tentang pembayaran dividen dan berbagai variasi dalam kebijakan pembayaran dividen dan berbagai variasi dalam kebijakan pembayaran dividen dengan memfokuskan pada ketidaksempurnaan pasar. Brigham dan Houston (2006) juga mengatakan bahwa manajer percaya bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang mengikuti *dividend payout ratio* yang stabil.

Penelitian tentang nilai perusahaan menarik untuk diteliti karena berdasarkan hasil-hasil penelitian sebelumnya masih ditemukan hasil penelitian yang *inconsistency* dengan teori *information content or signaling hypothesis* (Brigham dan Houston, 2006:76) dan kontroversi antara variabel *independent* (X) terhadap variabel *dependent* (Y) dan variabel *moderating* (Z). Berbeda dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini tidak hanya untuk menganalisis pengaruh kinerja keuangan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, dalam penelitian ini kebijakan dividen digunakan sebagai variabel moderasi antara kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dan menguji lebih lanjut hasil penelitian yang diperoleh oleh Murtini (2008), Erlangga (2009), Mahendra, Artini, dan Suarjaya (2012), Martini dan Riharjo (2014), dan Nainggolan dan Listiadi (2014). Berdasarkan beberapa hal yang telah dikemukakan di atas dan berbagai hasil penelitian terdahulu yang sudah ada terlihat adanya hasil penelitian yang masih kontroversi dan *inconsistency* dengan teori *information content or signaling hypothesis* (Brigham dan Houston, 2006:76), sehingga penulis tertarik dan termotivasi untuk melakukan penelitian lanjutan dengan judul “**Moderasi** Variabel Kebijakan Dividen pada Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”

Rumusan Masalah

Adapun permasalahan yang diangkat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagaimanakah pengaruh *likuiditas* terhadap nilai perusahaan ?
2. Bagaimanakah kemampuan kebijakan dividen dalam memoderasi pengaruh *likuiditas* terhadap nilai perusahaan ?
3. Bagaimanakah pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan ?
4. Bagaimanakah kemampuan kebijakan dividen dalam memoderasi pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan ?
5. Bagaimanakah pengaruh *profitabilitas* terhadap nilai perusahaan ?
6. Bagaimanakah kemampuan kebijakan dividen dalam memoderasi pengaruh *profitabilitas* terhadap nilai perusahaan ?

Tujuan Penelitian

Adapun yang menjadi tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis pengaruh *likuiditas* terhadap nilai perusahaan.
2. Untuk menganalisis kemampuan kebijakan dividen dalam memoderasi pengaruh *likuiditas* terhadap nilai perusahaan.
3. Untuk menganalisis pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan.
4. Untuk menganalisis kemampuan kebijakan dividen dalam memoderasi pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan.
5. Untuk menganalisis pengaruh *profitabilitas* terhadap nilai perusahaan.
6. Untuk menganalisis kemampuan kebijakan dividen dalam memoderasi pengaruh *profitabilitas* terhadap nilai perusahaan.

Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Manfaat teoritis dari penelitian ini adalah :
 - a. Diharapkan dapat memberikan sumbangan keilmuan bagi perkembangan ilmu manajemen, khususnya manajemen keuangan untuk turut memperkaya khazanah ilmu pengetahuan.
 - b. Diharapkan dapat memberikan bukti empiris menyangkut yaitu pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai *moderating variable* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Manfaat praktis dari penelitian ini adalah sebagai sumbangan pemikiran bagi investor dan calon investor, sebagai tambahan informasi untuk dijadikan alat dan bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan berinvestasi di masa mendatang pada Bursa Efek Indonesia sehingga dapat memperkecil risiko yang mungkin terjadi sebagai akibat pembelian saham.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini adalah penelitian kausalitas. Penelitian kausalitas adalah penelitian yang ingin mencari penjelasan dalam bentuk hubungan sebab-akibat (*cause-effect*) antar beberapa konsep atau beberapa variabel atau beberapa strategi yang dikembangkan dalam manajemen. Penelitian ini diarahkan untuk menggambarkan adanya hubungan sebab-akibat antara beberapa situasi yang digambarkan dalam variabel, dan atas dasar itu ditariklah sebuah kesimpulan umum (Ferdinand, 2014:7). Dalam penelitian ini dilakukan analisis Moderasi Variabel Kebijakan Dividen pada Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014 – 2019. Secara lebih spesifik, dalam hal ini yang juga akan dianalisis yaitu peran variabel moderasi yaitu kebijakan dividen sebagai suatu *conditional* yang akan memberikan pengaruh yang menguatkan atau melemahkan terhadap hubungan antara kinerja keuangan dengan nilai perusahaan.

Populasi dalam penelitian ini adalah semua Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2014 sampai dengan tahun 2019 sebanyak 150 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik dokumentasi. Jenis data yang digunakan adalah data kuantitatif. Dalam penelitian ini berupa rasio keuangan yaitu *Cash Ratio* (CR), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Return On Equity* (ROE), Kebijakan Dividen, dan Nilai Perusahaan. Sumber data dalam penelitian ini, seluruhnya menggunakan data sekunder. Dalam penelitian ini disiapkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam bentuk data ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*). Lima variabel dalam penelitian ini dapat diklasifikasikan sebagai *independent variable* (X) atau variabel bebas. Dalam penelitian ini berupa Likuiditas yang diwakili oleh *Cash Ratio* (CR), *Leverage* yang diwakili oleh *Debt to Equity Ratio* (DER), dan Profitabilitas yang diwakili oleh *Return On Equity* (ROE), *dependent variable* (Y) atau variabel terikat. Dalam penelitian ini berupa Nilai Perusahaan yang diwakili oleh Tobin's Q, dan *moderating variable* (Z) atau variabel moderasi. Variabel *Moderating* yang digunakan dalam penelitian ini adalah Kebijakan Dividen yang diwakili oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Uji Interaksi atau sering disebut dengan *Moderated Regression Analysis* (MRA) merupakan aplikasi khusus regresi berganda linear di mana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi (perkalian dua atau lebih variabel independen) (Ghozali, 2007:164). Data yang telah dikumpulkan akan dianalisis menggunakan alat bantu berupa *software* analisis statistik yaitu *SPSS Statistics 17.0 for Windows*.

Langkah-langkah dalam menganalisis suatu model analisis regresi moderasian adalah sebagai berikut :

1. Mendefinisikan dan menentukan variabel yang akan digunakan sebagai variabel moderasi (*moderating variable*).
2. Menyusun efek utama dan efek moderasi.
 - a) Efek Utama
$$VD = \alpha + \beta_1 VI + \beta_2 VMO + e$$
 - b) Efek Moderasi
$$VD = \alpha + \beta_1 VI + \beta_2 VMO + \beta_3 VI*VMO + e$$
3. Melakukan pengujian efek moderasi dan efek utama di riset dilakukan dengan menggunakan analisis regresi moderasian lewat suatu metode yang disebut dengan analisis regresi berjenjang (*hierarchical regression analysis*).

Sebelum model regresi moderasian dianalisis, maka terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik yaitu uji normalitas dan uji heteroskedastisitas serta untuk memastikan bahwa data yang dihasilkan telah berdistribusi normal (Ghozali, 2013:160-163).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Regresi

1. Likuiditas (X_1)

a) Efek Utama

$$Y = 302929,689 - 935,584X_1 - 1488,452Z$$

b) Efek Moderasi

$$Y = 284177,191 - 769,001X_1 - 635,451Z - 7,209X_1.Z$$

2. Leverage (X_2)

a) Efek Utama

$$Y = -704793,453 + 6708,552X_2 + 8947,921Z$$

b) Efek Moderasi

$$Y = -287276,136 + 1654,080X_2 - 4062,345Z + 255,456X_2.Z$$

3. Profitabilitas (X_3)

a) Efek Utama

$$Y = -450069,145 + 14608,232X_3 + 1341,652Z$$

b) Efek Moderasi

$$Y = -438134,791 + 14392,152X_3 + 915,395Z + 9,324X_3.Z$$

Uji t (Uji Signifikansi Parameter Individual)

H1 : Likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengujian hipotesis pengaruh variabel likuiditas terhadap nilai perusahaan diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,642 berarti secara statistik likuiditas berpengaruh signifikan pada level 64,2% terhadap nilai perusahaan, namun dalam penelitian ini alfa (derajat kesalahan) ditetapkan sebesar 5% dan nilai signifikansi yang diperoleh lebih besar dari *Los (Level of significance)* 0,05 ($\alpha=5\%$) maka H_0 diterima ($0,642>0,05$), yang berarti likuiditas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H2 : Kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan.

Pengujian hipotesis pengaruh variabel moderasi kebijakan dividen terhadap likuiditas dan nilai perusahaan diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,920 berarti secara statistik kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan pada level 92% terhadap nilai perusahaan, namun dalam penelitian ini alfa (derajat kesalahan) ditetapkan sebesar 5% dan nilai signifikansi yang diperoleh lebih besar dari *Los (Level of significance)* 0,05 ($\alpha=5\%$) maka H_0 diterima ($0,920>0,05$), yang berarti kebijakan dividen tidak mampu secara signifikan memoderasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan.

H3 : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Pengujian hipotesis pengaruh variabel *leverage* terhadap nilai perusahaan diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,000 dan nilai signifikansi lebih kecil dari *Los (Level of significance)* 0,05 ($\alpha=5\%$) maka H_0 ditolak ($0,000<0,05$), yang berarti *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

H4 : Kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan.

Pengujian hipotesis pengaruh variabel moderasi kebijakan dividen terhadap *leverage* dan nilai perusahaan diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,000 dan nilai signifikansi lebih kecil dari *Los (Level of significance)* 0,05 ($\alpha=5\%$) maka H_0 ditolak ($0,000<0,05$), yang berarti kebijakan dividen mampu secara signifikan memoderasi pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan.

H5 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengujian hipotesis pengaruh variabel profitabilitas terhadap nilai perusahaan diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,000 dan nilai signifikansi lebih kecil dari *Los (Level of significance)* 0,05 ($\alpha=5\%$) maka H_0 ditolak ($0,000<0,05$), yang berarti profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

H6 : Kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Pengujian hipotesis pengaruh variabel moderasi kebijakan dividen terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,923 berarti secara statistik kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada level 92,3% terhadap nilai perusahaan, namun dalam penelitian ini alfa (derajat kesalahan) ditetapkan sebesar 5% dan nilai signifikansi yang diperoleh lebih besar dari *Los (Level of significance)* 0,05 ($\alpha=5\%$) maka H_0 diterima ($0,923>0,05$), yang berarti kebijakan dividen tidak mampu secara signifikan memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Pembahasan

1. Pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan.

Likuiditas dalam teori berhubungan positif dengan nilai perusahaan (Mahendra, Artini, dan Suarjaya, 2012). Namun, dalam penelitian ini berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berarti informasi tentang likuiditas tidak dipertimbangkan oleh investor maupun pihak eksternal dalam menilai kinerja keuangan suatu perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan teori *information content or signaling hypothesis* (Brigham dan Houston, 2006:76), menyatakan bahwa pada saat kondisi likuiditas tinggi yang dicerminkan oleh rasio pembayaran kas yang tinggi (*cash ratio*) maka investor akan meresponnya sebagai suatu sinyal positif. Sawir (2005:9) menyatakan bahwa *cash ratio* yang rendah dapat berdampak pada penurunan harga saham perusahaan namun, jika terlalu tinggi dapat mengurangi kemampuan laba perusahaan karena banyaknya dana yang menganggur. Banyaknya dana yang menganggur (*idle cash*) dapat mengakibatkan terjadinya pemborosan kas yang akan berdampak pada penurunan kinerja manajemen yang pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan.

Masuknya kebijakan dividen tidak mampu secara signifikan memoderasi hubungan likuiditas terhadap nilai perusahaan. Ini berarti semakin tinggi atau rendahnya kebijakan pembayaran dividen tidak mempengaruhi hubungan likuiditas terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mengindikasikan kebijakan pembayaran dividen tidak menimbulkan reaksi pasar sehingga tidak mempengaruhi peningkatan dan penurunan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori ketidakrelevanan dividen (*dividend irrelevance theory*) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan dan biaya modalnya (Brigham dan Houston, 2006:70). Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian yang dilakukan oleh Devi dan Sudjarni (2012) yang menemukan *dividend payout ratio* sebagai variabel pemoderasi tidak mampu memperkuat hubungan antara likuiditas dengan pendapatan saham dan penelitian yang dilakukan oleh Mahendra, Artini, dan Suarjaya (2012) yang menemukan *dividend payout ratio* sebagai variabel pemoderasi tidak mampu memperkuat hubungan antara likuiditas dengan nilai perusahaan. Kebijakan dividen tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan pada saat likuiditas tinggi dan kebijakan dividen tidak dapat menurunkan nilai perusahaan pada saat likuiditas rendah.

2. Pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan.

Leverage dalam teori berhubungan negatif dengan nilai perusahaan (Mahendra, Artini, dan Suarjaya, 2012). Namun, dalam penelitian ini berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil tersebut sesuai dengan teori pertukaran *leverage (the trade-off theory of leverage)* di mana perusahaan menukarkan keuntungan-keuntungan pendanaan melalui utang (perlakuan pajak perusahaan yang menguntungkan) dengan tingkat suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Fakta bahwa bunga adalah beban pengurang pajak menjadikan utang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen. Akibatnya, secara tidak langsung pemerintah telah membayarkan sebagian biaya dari modal utang, atau, dengan cara lain, utang memberikan manfaat perlindungan pajak. Jadi, penggunaan utang menyebabkan lebih banyak laba operasi perusahaan (EBIT) yang diterima oleh para investor. Karenanya, semakin banyak perusahaan mempergunakan utang, maka semakin tinggi nilai dan harga sahamnya (Brigham dan Houston, 2006:36-37). Selain itu, data pada lampiran 1 juga menunjukkan bahwa DER yang dimiliki oleh perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini cenderung rendah. Ini dikarenakan utang-utang yang dimiliki oleh perusahaan belum optimum. Temuan ini mendukung hasil penelitian Setiyati (2011) dan Taswan (2003) yang membuktikan bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Temuan ini juga konsisten dengan hasil penelitian Rustendi dan Jimmi (2008) yang menyimpulkan bahwa penggunaan utang sebagai modal akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajemen. Pembayaran utang akan mengurangi aliran kas dalam perusahaan, sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen akibat investasi yang berlebihan. Dengan demikian, kinerja perusahaan akan lebih efisien sehingga penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat. Penggunaan utang untuk pembiayaan jangka panjang juga merupakan sinyal positif karena menandakan perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang (teori *information content or signaling hypothesis*). Sebaliknya, penggunaan utang yang terlampaui tinggi akan meningkatkan risiko keuangan. Apabila kondisi keuangan perusahaan sedang tidak bagus perusahaan akan kesulitan untuk membayar utang dan bunganya sehingga meningkatkan risiko kebangkrutan yang akibatnya menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, manajemen harus berhati-hati dalam menentukan kebijakan utangnyanya agar bisa menaikkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan masuknya kebijakan dividen mampu secara signifikan memoderasi hubungan *leverage* terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *bird-in-the-hand* yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimalkan dengan menentukan rasio pembagian dividen yang tinggi (Brigham dan Houston, 2006:71). Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen

bertindak sebagai *quasi moderator* terhadap hubungan antara *leverage* dan nilai perusahaan. Sebagai *quasi moderator* kebijakan dividen dapat berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan. Temuan ini bertentangan dengan penelitian Mahendra, Artini, dan Suarjaya (2012) dengan hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak mampu secara signifikan memoderasi pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan, tetapi mendukung hasil penelitian Erlangga (2009) dan Martini dan Riharjo (2014) yang membuktikan bahwa kebijakan dividen dapat memoderasi hubungan antara kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen mampu memperkuat hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan. Hal ini bisa dikarenakan perusahaan menggunakan dana eksternal untuk pembayaran dividen sehingga peningkatan utang akan meningkatkan kepastian pembayaran dividen. Hal tersebut akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga nilai perusahaan meningkat. Kebijakan dividen mampu meningkatkan nilai perusahaan pada saat *leverage* tinggi dan kebijakan dividen tidak dapat menurunkan nilai perusahaan pada saat *leverage* rendah.

3. Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Profitabilitas dalam teori berhubungan positif dengan nilai perusahaan (Mahendra, Artini, dan Suarjaya, 2012). Dalam penelitian ini berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *information content or signaling hypothesis* (Brigham dan Houston, 2006:76), menyatakan bahwa profitabilitas (kemampulabaan) suatu perusahaan memberikan sinyal yang positif bagi investor dalam merespon keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah bunga dan pajak, sehingga dengan profitabilitas yang tinggi dapat memberikan nilai tambah pada nilai perusahaan. Berarti semakin tinggi profitabilitas maka nilai perusahaan tinggi dan semakin rendah profitabilitas maka nilai perusahaan rendah. Semakin baik perusahaan membayar *return* terhadap pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan. Profitabilitas secara parsial dalam hasil penelitian ini menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Susilo (2009) yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga saham perusahaan. Hasil penelitian ini juga didukung oleh Lestroyini (2010) dan Jhojor (2009). Profitabilitas menunjukkan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah bunga dan pajak, sehingga dengan profitabilitas yang tinggi dapat memberikan nilai tambah kepada nilai perusahaannya yang tercermin pada harga sahamnya.

Masuknya kebijakan dividen tidak mampu secara signifikan memoderasi hubungan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori ketidakrelevanan dividen (*dividend irrelevance theory*) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan dan biaya modalnya (Brigham dan Houston, 2006:70). Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Erlangga (2009) dan Martini dan Riharjo (2014), dengan hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat memoderasi hubungan antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan pada saat profitabilitas tinggi dan kebijakan dividen tidak dapat menurunkan nilai perusahaan pada saat profitabilitas rendah.

PENUTUP

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah diuraikan sebelumnya maka dapat ditarik simpulan sebagai berikut :

1. Likuiditas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berarti informasi tentang likuiditas tidak dipertimbangkan oleh investor maupun pihak eksternal dalam menilai kinerja keuangan suatu perusahaan. Banyaknya dana yang menganggur (*idle cash*) dapat mengakibatkan terjadinya pemborosan kas yang akan berdampak pada penurunan kinerja manajemen yang pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan teori *information content or signaling hypothesis* (Brigham dan Houston, 2006:76), menyatakan bahwa pada saat kondisi likuiditas tinggi yang dicerminkan oleh rasio pembayaran kas yang tinggi (*cash ratio*) maka investor akan meresponnya sebagai suatu sinyal positif.
2. Kebijakan dividen tidak mampu memoderasi hubungan likuiditas terhadap nilai perusahaan. Ini berarti semakin tinggi atau rendahnya kebijakan pembayaran dividen tidak mempengaruhi hubungan likuiditas terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mengindikasikan kebijakan pembayaran dividen tidak menimbulkan reaksi pasar sehingga tidak mempengaruhi peningkatan dan penurunan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori ketidakrelevanan dividen (*dividend irrelevance theory*) yang menyatakan bahwa

kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan dan biaya modalnya (Brigham dan Houston, 2006:70).

3. *Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil tersebut sesuai dengan teori pertukaran *leverage (the trade-off theory of leverage)* di mana perusahaan menukarkan keuntungan-keuntungan pendanaan melalui utang (perlakuan pajak perusahaan yang menguntungkan) dengan tingkat suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Fakta bahwa bunga adalah beban pengurang pajak menjadikan utang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen sehingga utang memberikan manfaat perlindungan pajak. Jadi, penggunaan utang menyebabkan lebih banyak laba operasi perusahaan (EBIT) yang diterima oleh para investor. Karenanya, semakin banyak perusahaan mempergunakan utang, maka semakin tinggi nilai dan harga sahamnya (Brigham dan Houston, 2006:36-37), dengan pertimbangan bahwa utang-utang yang dimiliki oleh perusahaan belum optimum.
4. Kebijakan dividen mampu memoderasi hubungan *leverage* terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *bird-in-the-hand* yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimalkan dengan menentukan rasio pembagian dividen yang tinggi (Brigham dan Houston, 2006:71). Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen bertindak sebagai *quasi moderator* terhadap hubungan antara *leverage* dan nilai perusahaan. Sebagai *quasi moderator* kebijakan dividen dapat berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan.
5. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *information content or signaling hypothesis* (Brigham dan Houston, 2006:76), menyatakan bahwa profitabilitas (kemampulabaan) suatu perusahaan memberikan sinyal yang positif bagi investor dalam merespon keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah bunga dan pajak, sehingga dengan profitabilitas yang tinggi dapat memberikan nilai tambah pada nilai perusahaan.
6. Kebijakan dividen tidak mampu memoderasi hubungan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori ketidakrelevanan dividen (*dividend irrelevance theory*) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan dan biaya modalnya (Brigham dan Houston, 2006:70).

Saran

Berdasarkan simpulan yang telah diuraikan sebelumnya maka dapat diberikan saran yang kiranya dapat dijadikan sebagai bahan masukan dan pertimbangan yang berguna bagi pihak-pihak yang berkepentingan yaitu :

1. Berdasarkan simpulan penelitian maka variabel likuiditas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan bertentangan dengan teori *information content or signaling hypothesis* maka sebaiknya peningkatan rasio kas (*cash ratio*) yang dimiliki oleh perusahaan juga harus diimbangi dengan peningkatan *earning per share* sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Variabel *leverage* dan profitabilitas perlu mendapat perhatian, baik bagi investor maupun calon investor untuk menilai sebuah perusahaan. Sedangkan untuk perusahaan manufaktur perlu memperhatikan *leverage* agar memiliki fleksibilitas keuangan dalam mencapai nilai perusahaan yang baik bagi pihak eksternal perusahaan.
2. Untuk agenda penelitian mendatang disarankan menggunakan *time lag* pada variabel kinerja keuangan dan kebijakan dividen.
3. Sampel pada penelitian selanjutnya hendaknya tidak dibatasi pada perusahaan manufaktur saja, tetapi seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
4. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi kinerja keuangan yang lain, seperti *Total Assets Turnover (TATO)* dan *Price Earning Ratio (PER)*.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2006). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Buku 2. (Edisi 10). Jakarta : Salemba Empat.
- Erlangga, E. (2009). *Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan CSR, Good Corporate Governance, dan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Pemoderasi*. Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.
- Ferdinand, A. (2014). *Metode Penelitian Manajemen : Pedoman Penelitian untuk Penulisan Skripsi, Tesis, dan Disertasi Ilmu Manajemen*. (Edisi Kelima). Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21 Update PLS Regresi*. (Edisi 7). Cetakan VII. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Hanafi, M. M. (2014). *Manajemen Keuangan*. (Edisi 1). Yogyakarta : BPFE UGM.
- Harjito, D. A., & Martono. (2013). *Manajemen Keuangan*. (Edisi ke 2). Yogyakarta : Ekonisia.
- Hartono, J. (2014). *Metodologi Penelitian Bisnis : Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. (Edisi Keenam). Yogyakarta : BPFE UGM.
- Mahendra Dj, A., Artini, L. G. S., & Suarjaya, A. A. G. (2012). Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan Vol. 6, No. 2*.
- Martini, P. D., & Riharjo, I. B. (2014). Pengaruh Kebijakan Utang dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan : Kebijakan Dividen sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi Vol. 3 No. 2*.
- Nainggolan, S. D. A., & Listiadi, A. (2014). Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ilmu Manajemen Volume 2 Nomor 3*.
- Sawir, A. (2005). *Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*. Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama.
- Sugiyono. (2014). *Metode Penelitian Manajemen*. Bandung : Alfabeta.