

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Khoirina Noor Anindya^{1*}, Mellisa Fitri Andriyani Muzakir²

^{1*,2} Universitas Islam Indonesia

*khoirina.noor.anindya@uii.ac.id

Abstrak

Kebijakan dividen merupakan sebuah keputusan krusial yang dilakukan oleh perusahaan untuk menjaga hubungan baik dengan para investor yang berkaitan juga dengan nilai perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kebijakan dividen yang dimoderasi oleh likuiditas terhadap nilai perusahaan pada sektor manufaktur di Indonesia. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dari Bursa Efek Indonesia dengan periode 5 tahun (2015-2019). Dengan menggunakan regresi linear berganda dengan metode estimasi *Generalized Least Square* (GLS), penelitian menunjukkan ini menunjukkan hasil yaitu kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, likuiditas berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dimoderasi oleh likuiditas.

Kata kunci: Kebijakan Dividen, Nilai Perusahaan, Likuiditas

Dividend policy is a crucial decision by a firm to maintain a good relationship with the investor and relate to firm value. The purpose of this research is testing the effect of dividend policy which moderated by liquidity to firm value in manufacturing sector. The data type is secondary data from Indonesia Stock Exchange in 5 years period (2015-2019). Using multiple linear regression with Generalized Least Square (GLS) estimation method, the results show that dividend policy does not have a significant effect on firm value, liquidity has a significant effect on firm value and dividend policy have a significant effect on firm value moderated by liquidity.

Keywords: Dividend Policy, Firm Value, Liquidity

I. PENDAHULUAN

Pendahuluan

Dalam teori manajemen keuangan, sebuah perusahaan didirikan untuk menghasilkan laba atau keuntungan yang akan memaksimalkan kekayaan para pemiliknya. Perusahaan yang bisnisnya sudah berjalan dengan baik, biasanya memiliki manajemen yang bekerja untuk meningkatkan kemakmuran para pemilik, dalam hal ini adalah para pemegang saham. Salah satu indikator yang mendukung tercapainya hal tersebut adalah pembagian keuntungan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham. Besaran dividen yang akan dibagikan, terlebih dahulu akan dibahas dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Dividen dapat dibagikan dalam beberapa bentuk yaitu dividen tunai, dividen saham, dividen properti dan dividen likuidasi (Kieso dan Wartfield, 2018). Kebijakan dividen berkaitan dengan proporsi pembagian laba perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham ataupun menjadi laba ditahan yang digunakan untuk keperluan internal perusahaan.

Teori yang berkaitan dengan kebijakan dividen adalah *bird in the hand theory* yang dikemukakan oleh Gordon (1959) dan Lintner (1956), dimana praktek dari *bird in the hand* tersebut lebih disukai oleh para pemegang saham atau investor. Menurut teori tersebut, para pemegang saham atau investor lebih menyukai pembagian dividen sebagai imbal hasil dari investasi yang mereka tanamkan, dibandingkan dengan menunggu *capital gain* yang lebih besar dengan transaksi jual-beli saham yang mereka miliki. Boulton, Braga-Alves, dan Shastri (2012) mengemukakan bahwa beberapa studi empiris menunjukkan bahwa membandingkan

antara dividen dengan *capital gain* mengerucutkan kepada beberapa teori diantaranya *cashflow theory*, *signalling theory*, *prospect theory* dan penghindaran penyesalan. Dalam *signalling theory*, pembayaran dividen ini memberikan sinyal informasi kepada investor.

Lebih lanjut, Sari dan Priyadi (2016) mengatakan bahwa tingkat pengembalian saham yang tinggi menjadi salah satu alasan investor menanamkan dana atau berinvestasi. Dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham juga mengisyaratkan adanya prospek cerah perusahaan yang disebut dengan *signalling theory*. Di sisi lain, Duygun, Guney & Moin (2018) mengatakan bahwa para peneliti juga menginvestigasi kebijakan dividen dari perspektif yang berbeda yang mengerucut pada motivasi perusahaan untuk membayarkan dividen. Kebijakan dividen tidak hanya dilihat pada sisi investor tapi pada sisi motivasi perusahaan.

Motivasi maupun dorongan terhadap keputusan pembagian dividen erat kaitannya dengan likuiditas perusahaan. Perusahaan yang mampu membagikan dividen secara rutin, dapat diartikan bahwa perusahaan terdorong untuk membagikan dividen karena memiliki likuiditas yang baik. Menurut Roekanah dan Wardoyo (2012) likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan juga dapat tercermin dari harga saham perusahaan. Semakin tinggi harga saham, dapat diasumsikan bahwa perusahaan tersebut berkinerja baik sehingga permintaan terhadap saham tinggi.

Dibagikannya dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan dan pengaruhnya dapat ditingkatkan melalui likuiditas perusahaan. Perusahaan yang likuid artinya adalah perusahaan memiliki kemampuan untuk membayar kewajiban termasuk salah satunya adalah kewajiban membayar dividen kepada investor. Perusahaan yang likuid juga diasumsikan bahwa perusahaan tersebut dapat bertanggungjawab kepada seluruh pihak yang berkepentingan maupun relasi perusahaan. Semakin tinggi rasio pembayaran dividen maka masyarakat melihat bahwa perusahaan berkinerja baik dan akan meningkatkan harga saham. Menurut Brunzell, *et al* (2014) perusahaan dengan skala yang lebih besar serta mampu menciptakan laba, memiliki kemampuan untuk memutuskan kebijakan dividen. Menurut Booth dan Zhou (2017), kebijakan dividen merupakan inti dari keuangan korporasi namun masih menyisakan kontroversi hasil. Dengan demikian, penelitian ini berfokus pada pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang dicerminkan dari harga saham.

TINJAUAN PUSTAKA

Kebijakan Dividen

Menurut Nurhayati (2013), kebijakan dividen adalah menentukan berapa bagian yang diperoleh perusahaan yang kemudian dibagikan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham. Selain itu, kebijakan dividen juga merujuk pada pertimbangan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang dihadiri oleh pemegang saham dan pihak manajemen.

Teori Kebijakan Dividen

a. *Bird in The Hand Theory*

Teori ini dikembangkan oleh Gordon (1959) dan Lintner (1956) yang mengatakan bahwa terdapat hubungan antara nilai perusahaan dan pembayaran dividen. Teori ini mengatakan bahwa dividen memiliki risiko lebih kecil daripada *capital gain*. Investor beranggapan bahwa resiko dividen tidak sebesar kenaikan biaya modal, sehingga investor lebih menyukai keuntungan dalam bentuk dividen daripada keuntungan yang diharapkan dari *capital gain* (Alzomaia dan Al-Khadiri, 2013).

b. *Tax Preference Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa dividen dan *capital gain* tidak memiliki perbedaan di hadapan pajak, namun dalam prakteknya pajak mungkin berpengaruh terhadap pembayaran dividen dan pada nilai perusahaan. Dividen dikenai pajak lebih tinggi jika dibandingkan dengan *capital gain*, dimana *capital gain* pengenaan pajaknya ditunda sampai saham terjual, sehingga pembayaran dividen yang lebih sedikit akan meningkatkan harga saham (Priya dan Mohanasundari, 2016).

c. *Clientele Effect*

Investor lebih cenderung memilih saham perusahaan yang memuaskan kebutuhan mereka. Hal ini dikarenakan investor menghadapi perbedaan perlakuan pajak untuk dividen dan *capital gain* dan juga menghadapi biaya transaksi saat mereka memperdagangkan sekuritas. Miller dan Modigliani (1961) berargumen bahwa biaya ini bisa diminimalisir sehingga investor cenderung mencari perusahaan yang memberikan keuntungan seperti ini. Dengan demikian, perusahaan dapat menarik investor sesuai dengan kebijakan dividen yang perusahaan lakukan yang dalam hal ini investor diartikan sebagai klien perusahaan (Hussainey, *et al*, 2011).

d. *Irrelevant Theory*

Dalam *irrelevant theory* ini, Modigliani dan Miller (1958) mengemukakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan dengan pemegang saham dan kekayaan pemegang saham bisa dirubah jika semua aspek dari kebijakan investasi diperbaiki dan kenaikan dari pembayaran atau pembagian dividen dihitung dengan penjualan saham yang adil. Asumsi utama dalam teori ini adalah ada 100% pembayaran oleh manajemen di setiap periode (Hussainey, *et al*, 2011).

e. *Signalling Theory*

Dalam *signalling theory*, dividen dianggap perlu dibagikan dalam rangka memberikan informasi positif dari internal perusahaan kepada pihak eksternal perusahaan yaitu para pemegang saham. Miller dan Rock (1985) mengatakan bahwa karena adanya informasi yang asimetri antara manajer dan investor, kebijakan dividen dalam arti membagikan dividen mungkin bisa menyediakan sinyal terkait dengan performa perusahaan terkini dan prospek di masa depan (Fairchild, 2010). Pembayaran dividen menunjukkan informasi mengenai aliran kas masa depan yang diharapkan dari sebuah perusahaan (Esqueda, 2016). Namun, menurut Fairchild, Guney & Thanatawee (2014), terdapat temuan yang tidak dapat disimpulkan terkait dividen dan sinyal keuntungan perusahaan.

Likuiditas

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, atau melunasi hutang yang segera harus dibayar (hutang lancar) dengan aktiva lancar. Likuiditas diukur dengan rasio aktiva lancar dibagi dengan kewajiban lancar (Chasanah, 2018). Likuiditas dapat diukur menggunakan *current ratio*. Perusahaan yang memiliki rasio likuiditas tinggi dianggap mampu memenuhi kewajiban jangka pendek diantaranya adalah hutang dagang, hutang wesel dan hutang dividen. Pembayaran dividen oleh perusahaan menjadi keputusan krusial dalam kebijakan dividen.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dicerminkan pada kekuatan tawar menawar saham (Sunariyah, 2003). Apabila masyarakat memproyeksikan bahwa sebuah perusahaan mempunyai masa depan gemilang, maka nilai sahamnya akan menjadi tinggi. Berkaitan dengan nilai perusahaan, maka *Price to book value* dapat digunakan oleh masyarakat untuk menentukan strategi investasi di pasar modal.

Perumusan Hipotesis

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Perusahaan dapat membagikan laba bersih kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen dan/atau dijadikan sebagai laba ditahan untuk pendanaan investasi perusahaan. Kebijakan membagikan laba ataupun menahan laba disebut dengan kebijakan dividen. Kebijakan dividen berhubungan dengan besaran pembagian laba perusahaan kepada investor. Investor juga cenderung menyukai pembagian dividen yang dilakukan oleh perusahaan daripada harus berspekulasi dengan ketidakpastian adanya *capital gain* di pasar saham yang dikaitkan dengan *bird in the hand theory*. Pemegang saham juga dapat membaca pembagian dividen yang dilakukan secara rutin oleh perusahaan menandakan bahwa perusahaan dalam kondisi baik dan mampu

memenuhi segala kewajibannya, apabila jika dividen tersebut dibagikan dalam jumlah yang besar. Jumlah besar pembagian dividen erat kaitannya dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), semakin besar jumlah dividen yang dibagikan kepada masyarakat yang memiliki saham tersebut, akan semakin besar rasio. Masyarakat berinvestasi pada sebuah perusahaan karena menyadari bahwa tingkat pengembalian saham tersebut tinggi.

Penanaman dana ke perusahaan memiliki hubungan dengan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dicirikan dengan banyaknya minat investor untuk membeli saham sehingga harga saham melambung. Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai saham lebih besar dari pada nilai yang tercatat pada neraca perusahaan, sehingga nilai perusahaan pun tinggi. Dengan demikian, hipotesis penelitian adalah sebagai berikut.

H₁ : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan

Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Kewajiban jangka pendek perusahaan diantaranya adalah hutang wesel, hutang dagang dan hutang dividen. Dalam melakukan sebuah keputusan investasi, investor perlu mengetahui rasio likuiditas perusahaan yang tercermin dalam ikhtisar laporan keuangan. Menurut Prabowo dan Sutanto (2019), likuiditas bersifat rentan dan dapat berkurang secara signifikan. Perusahaan yang tidak memiliki likuiditas, dalam hal adalah aktiva lancar, maka berpotensi untuk menjadi perusahaan yang gagal membayar kewajibannya apabila kondisi ini tidak segera tertangani. Dimungkinkan dengan adanya likuiditas yang tinggi, maka perusahaan juga berpeluang membagikan dividen yang lebih besar. Kecermatan dan kehati-hatian perusahaan diperlukan untuk menjaga likuiditas berada dalam posisi aman, dimana perusahaan dapat memenuhi segala kewajibannya dan tidak memiliki banyak *idle cash*.

Roekana dan Wardoyo (2012) mengemukakan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki rasio likuiditas tinggi diasumsikan sebagai perusahaan yang mampu mengelola aktiva atau asset untuk memenuhi kewajiban hutang jangka pendek, termasuk pembayaran dividen. Hal itu dipandang sebagai salah satu nilai positif perusahaan yang tercermin dalam harga saham yang kemudian menjadi faktor penentu nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis penelitian adalah sebagai berikut:

H₂ : Likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dimoderasi oleh Likuiditas

Kebijakan dividen dikaitkan dengan pembagian pendapatan perusahaan terutama untuk proporsi pendapatan yang dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen atau digunakan dalam perusahaan sebagai laba ditahan. Kebijakan dividen menjadi keputusan yang ditunggu oleh para investor yang menyukai pembagian dividen maupun dijadikan isyarat mengenai kondisi terkini perusahaan.

Dalam *signalling theory*, dividen perlu dibagikan dalam rangka memberikan sinyal tentang adanya informasi positif yaitu prospek masa depan perusahaan yang baik. Perusahaan yang membagikan dividen dipandang sebagai perusahaan yang menjaga kepercayaan investor. Investor akan senantiasa mempertahankan saham perusahaan bahkan dimungkinkan untuk menambahkan dana investasi ke perusahaan. Penambahan dana investasi tersebut bisa semakin besar seiring dengan meningkatnya likuiditas perusahaan yang erat kaitannya dengan asumsi investor bahwa perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi adalah perusahaan yang mampu mengelola asetnya secara optimal. Likuiditas memegang peran penting untuk menentukan alokasi dividen bahkan penambahan besaran dividen yang dibagikan. Kondisi perusahaan yang likuid akan memperbesar peluang perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen kepada investor.

Nilai kepercayaan masyarakat akan meningkat pada perusahaan yang memberikan dividen yang tinggi. Masyarakat dalam hal ini adalah investor, mempertimbangkan penuh pengembalian investasi yang diberikan oleh perusahaan. Hal itu juga menjadi sinyal positif bahwa perusahaan dalam kondisi stabil dan baik.

Permintaan saham perusahaan tersebut juga diperkirakan meningkat, seiring dengan pemahaman investor yang menyukai pembagian dividen. Menurut Maggee (2016), kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis penelitian adalah sebagai berikut:

H₃ : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi oleh likuiditas

II. METODE

Metode

Metode penelitian ini adalah metode kuantitatif. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sumber data dalam penelitian ini diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Metode yang digunakan dalam menentukan sampel adalah *purposive sampling*. Beberapa kriteria yang diajukan adalah sebagai berikut:

1. Menerbitkan laporan tahunan (*annually report*) dari tahun 2015-2019
2. Perusahaan yang membagikan dividen berturut-turut selama 5 tahun
3. Perusahaan menyajikan variabel-variabel yang dibutuhkan oleh peneliti

Definisi Operasional Variabel

Dividend Payout Ratio (DPR)

Kebijakan dividen diprosikan menggunakan *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Menurut Tandelilin (2010), *Dividend Payout Ratio (DPR)* adalah rasio yang menunjukkan jumlah dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan. Tentu hal tersebut juga dibandingkan dengan pendapatan perusahaan. Dengan kata lain, *Dividend Payout Ratio (DPR)* adalah perbandingan antara laba dari perusahaan dengan jumlah dividen yang dibagikan perusahaan ke para investor. Berikut ini adalah rumus *Dividend Payout Ratio (DPR)*:

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

Likuiditas

Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya yang diprosikan menggunakan *Current Ratio (CR)*. Menurut Prabowo dan Sutanto (2019), semakin tinggi *Current Ratio (CR)* perusahaan, maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek perusahaan. Berikut ini adalah rumus *Current Ratio (CR)*:

$$\text{Current Ratio (CR)} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

Price to Book Value (PBV)

Nilai perusahaan yang tinggi membuat pasar percaya pada kinerja perusahaan, lebih lanjut pasar juga mempercayai adanya peluang kinerja perusahaan yang baik di masa depan (Prasetya, *et al*, 2014). Nilai perusahaan diukur dengan *Price to Book Value (PBV)*. Berikut ini adalah rumus *Price to Book Value (PBV)*:

$$\text{Price to Book Value (PBV)} = \frac{\text{Stock Price}}{\text{Book Value}}$$

Variabel Kontrol

Ukuran Perusahaan (SIZE)

Rachmawati dan Pinem (2015) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki total aset besar maka dinilai sebagai perusahaan yang mampu mengelola aktiva dengan baik sehingga berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan. Berikut ini adalah rumus Ukuran Perusahaan (SIZE):

$$SIZE = Ln (Total Aset)$$

Pertumbuhan Penjualan (GROWTH)

Deitiana (2011) mengemukakan bahwa salah satu komponen dalam menilai prospek perusahaan adalah pertumbuhan perusahaan yang diukur berdasarkan perubahan total penjualan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan dihitung dengan cara penjualan periode t dikurangi dengan penjualan periode t-1 dibagi dengan penjualan periode t-1. Berikut ini adalah rumus Pertumbuhan Penjualan (GROWTH):

$$GROWTH = \frac{Sales_t - Sales_{t-1}}{Sales_{t-1}}$$

Metode Estimasi dan Model Empiris Penelitian

Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan data panel yang tidak seimbang, dimana perusahaan yang menjadi sampel penelitian memiliki jumlah observasi yang berbeda untuk setiap periode penelitian. Dengan demikian maka dimungkinkan terjadinya heterokedastisitas dan autokorelasi. Untuk mendapatkan model estimasi yang terbaik, maka dilakukan juga pemberian bobot pada observasi. Pada nilai observasi ekstrim diberikan bobot lebih rendah, sementara pada observasi dengan nilai yang terkumpul di sekitar nilai rata-rata akan diberi bobot yang lebih tinggi, sehingga menjadikan nilai standar error lebih kecil (Gujarati dan Porter, 2012). Metode pemberian bobot pada nilai observasi disebut dengan metode estimasi *Generalized Least Square* (GLS).

Terdapat 3 variabel utama yang digunakan yaitu Kebijakan Dividen diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR), Likuiditas diukur menggunakan *Current Ratio* (CR) dan Nilai Perusahaan diukur menggunakan *Price to Book Value* (PBV). Sedangkan variabel kontrol adalah Ukuran Perusahaan (SIZE) dan Pertumbuhan Penjualan (GROWTH), sehingga model empiris dirumuskan sebagai berikut:

$$PBV_{i,t} = \alpha + \beta_1 DPR_{i,t} + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROWTH_{i,t} + e_{i,t}$$

$$PBV_{i,t} = \alpha + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROWTH_{i,t} + e_{i,t}$$

$$PBV_{i,t} = \alpha + \beta_1 DPR_{i,t} + \beta_2 DPR_{i,t} * CR_{i,t} + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROWTH_{i,t} + e_{i,t}$$

III. HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	PBV (%)	DPR(%)	CR(%)	SIZE(%)	GROWTH(%)
Mean	2.164222	26.39544	2.189722	22.13889	9.097389
Median	1.615000	24.74000	1.785000	22.00000	8.015000
Maximum	8.790000	84.05000	6.500000	26.00000	48.34000
Minimum	0.120000	5.990000	0.740000	20.00000	-23.68000
Jumlah Observasi	180	139	180	180	180

Terdapat 36 perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Dari tabel 2 dan hasil pengujian yang dilakukan selama periode penelitian yaitu tahun 2015-2019 diketahui bahwa nilai PBV maksimum adalah 8,79 pada perusahaan Kalbe Farma Tbk, sedangkan nilai PBV minimum adalah 0,12 pada PT Indospring Tbk. Nilai rata-rata adalah 2,164 dan nilai tengah atau median adalah 1,615. Dari tabel 2 dan hasil pengujian yang

dilakukan selama periode penelitian yaitu tahun 2015-2019 diketahui bahwa nilai DPR maksimum adalah 84,05 pada perusahaan PT Lion Metal Works, sedangkan nilai DPR minimum adalah 5,59 pada PT Roda Vivatex. Nilai rata-rata adalah 2,164 dan nilai tengah atau median adalah 1,615. Dari tabel 2 dan hasil pengujian yang dilakukan selama periode penelitian yaitu tahun 2015-2019 diketahui bahwa nilai CR maksimum adalah 6,8 pada perusahaan PT Champion Pasific Indonesia sedangkan nilai CR minimum adalah 0,74 pada PT Fajar Surya Wisesa. Nilai rata-rata adalah 2,189 dan nilai tengah atau median adalah 1,785. Dari tabel 2 dan hasil pengujian yang dilakukan selama periode penelitian yaitu tahun 2015-2019 diketahui bahwa nilai SIZE maksimum adalah 26 pada perusahaan PT Astra Internasional Tbk, sedangkan nilai SIZE minimum adalah 20 pada PT Supra Boga Lestari Tbk. Nilai rata-rata adalah 22,1388 dan nilai tengah atau median adalah 22. Dari tabel 2 dan hasil pengujian yang dilakukan selama periode penelitian yaitu tahun 2015-2019 diketahui bahwa nilai GROWTH maksimum adalah 48,34 pada perusahaan PT Indal Alumunium Tbk, sedangkan nilai GROWTH minimum adalah -23,68 pada PT Indal Alumunium Tbk. Nilai rata-rata adalah 9,097 dan nilai tengah atau median adalah 8,015.

Tabel 2. Hasil Regresi

Variabel	1)	2)	3)
Constant	-11.05109*** (-8.982551)	-11.35497*** (-7.813080)	-11.73037*** (-7.537892)
DPR	6.72E-06 (0.182037)		-0.000132*** (-2.730856)
CR		0.209785*** (3.911188)	
DPR*CR			6.42E-05*** (3.538531)
GROWTH	0.016005*** (2.638560)	0.018973*** (3.289053)	0.020758*** (3.112190)
SIZE	0.591752*** (9.894523)	0.575928*** (8.723210)	0.615192*** (8.596199)
R Square	0.493517	0.350048	0.393159

*Signifikan pada level 10%, **Signifikan pada level 5%, ***Signifikan pada level 1%

Tabel ini menampilkan hasil regresi kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Price to Book Value* (PBV) dengan rumus *Stock Price* dibagi dengan *Book Value*. *Dividend Payout Ratio* (DPR) dengan rumus *Dividend per Share* dibagi dengan *Earning per Share*. Likuiditas diukur menggunakan *Current Ratio* dengan rumus Aktiva Lancar dibagi dengan Hutang Lancar. Sedangkan Ukuran Perusahaan atau *Size* menggunakan rumus Ln dari *Total Asset* dan *Pertumbuhan Penjualan* atau *Growth* menggunakan rumus penjualan periode t dikurangi penjualan periode t-1 lalu dibagi dengan penjualan periode t-1.

Dividen adalah bagian dari keuntungan perusahaan yang digunakan untuk membayar pemilik, dalam hal ini adalah pemilik perusahaan yaitu para pemegang saham. Dividen dapat dibagikan melalui dividen kas atau penerbitan saham baru. Hal penting yang diperhatikan dalam kebijakan dividen adalah perusahaan tersebut mendapatkan laba ataupun justru mendapatkan kerugian. Apabila perusahaan memiliki asset yang likuid, maka kewajiban-kewajiban wajib dibayarkan termasuk *tax liabilities* dan saham preferen, serta saham biasa pada prioritas terakhir.

Dari tabel 1 kolom 1), dapat diketahui bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mendukung temuan dari Sukirni (2012), Anita dan Yulianto (2016) dan Ramadhan, *et al* (2018). Namun hasil ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Farukh, *et al* (2017) yang menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif pada kinerja keuangan dan nilai

perusahaan. Tidak adanya pengaruh yang signifikan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan dikarenakan pembagian dividen bisa jadi hanya akan menyenangkan investor yang memang sudah memiliki saham perusahaan sejak awal dan tidak terkait dengan minat beli investor terhadap saham tersebut. Selain itu, nilai perusahaan yang diukur oleh PBV memiliki unsur harga saham. Dimungkinkan, saat terjadinya pembagian dividen, harga saham perusahaan tidak mengalami pergerakan yang berarti atau terjadi kenaikan harga saham di bursa. Dengan kata lain, kebijakan dividen hanya akan dinikmati oleh investor yang memegang saham perusahaan tersebut.

Dalam tabel 1 kolom 2), dapat diketahui bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dapat mengelola aktiva untuk memenuhi kewajiban jangka pendek. Salah satunya adalah kewajiban untuk membayarkan dividen kepada investor. Likuiditas perusahaan yang tinggi berarti bahwa perusahaan memiliki kas yang cukup. Investor melihat perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi dianggap mampu mengalokasikan dana terutama untuk pembayaran dividen. Investor yang sudah memiliki saham perusahaan bisa jadi akan membeli saham perusahaan lagi atau bahkan menjualnya dengan harga yang lebih tinggi sesuai dengan mekanisme perdagangan di bursa sehingga bisa meningkatkan nilai perusahaan yang diukur dengan *Price to Book Value* (PBV).

Tabel 1 kolom 3) menjelaskan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dimoderasi oleh likuiditas. Dalam kebijakan dividen, menggunakan pendekatan teori burung di tangan atau *bird in the hand theory* merupakan salah 1 pendekatan yang mengedepankan loyalitas perusahaan untuk selalu membagikan dividen kepada investor. Dalam teori ini, pemberian dividen oleh perusahaan akan lebih baik dibandingkan berspekulasi di pasar perdagangan saham untuk mendapatkan *capital gain*. Perusahaan yang membagikan dividen dipandang sebagai perusahaan yang menjaga kepercayaan investor. Investor akan senantiasa mempertahankan saham perusahaan bahkan dimungkinkan untuk menambahkan investasi ke perusahaan tersebut. Hal tersebut juga dapat dihubungkan dalam tataran manajerial, yaitu manajer enggan memotong dividen karena pemotongan tersebut berdampak negatif pada harga saham, manajer cenderung lebih percaya diri apabila laba perusahaan mengalami kenaikan (Lintner, 1956).

Kepercayaan investor yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan. Menurut Maggee (2016), kebijakan dividen yang diproksi dengan menggunakan DPR mempunyai pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi likuiditas maka akan mendorong kemampuan perusahaan untuk dapat membagikan dividen kepada para pemegang saham secara berkala yang dengan demikian, para pemegang saham melihat hal tersebut sebagai perusahaan yang memiliki prospek di masa mendatang.

IV. KESIMPULAN

Dalam penelitian ini, didapatkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, namun kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan dimoderasi oleh likuiditas. Likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi dianggap sebagai perusahaan yang mampu mengelola aktiva serta memenuhi kewajiban jangka pendek salah satunya adalah pembayaran dividen. Tidak hanya pihak manajemen, namun investor juga memiliki keyakinan yang sama, seperti pada *signalling theory*. Berdasarkan teori tersebut, perusahaan yang membagikan dividen dianggap memberikan sinyal positif kepada publik bahwa perusahaan berkinerja dengan baik. Perusahaan yang mampu membayar dividen bahkan meningkat dari tahun ke tahun dipandang sebagai perusahaan yang memiliki prospek cerah sehingga saham perusahaan banyak diburu oleh investor dan meningkatkan harga saham sebagai salah satu unsur nilai perusahaan.

Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dimoderasi oleh likuiditas. Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki kas yang cukup untuk membayar kewajiban salah satunya adalah dividen. Dalam teori *bird in the hand*, investor memiliki preferensi kepada perusahaan yang secara reguler membayarkan dividennya. Investor tidak menyukai untuk berspekulasi mendapatkan *capital gain* di pasar perdagangan saham. Selain itu, pembayaran dividen yang didukung dengan kecukupan kas akan meningkatkan minat investor untuk membeli saham tersebut karena dianggap perusahaan

mampu mengelola perusahaan dengan baik serta menyejahterakan investor sehingga berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan.

REFERENSI

- Alzomaia, T. S., & Al-Khadiri, A. (2013). Determination of Dividend Policy: The Evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Business and Social Science*, *Vo.4 No.1, January*, 181-191.
- Anita, A., & Yulianto, A. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal* *5 (1)*, 17-23.
- Booth, L., & Zhou, J. (2017). Dividend policy: A selective review of results from around the world. *Global Finance Journal* *(34)*, 1-15.
- Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., & Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance* *18 (2012)*, 968-979.
- Brunzell, T., Liljeblom, E., Loflund, A., & Vaikehoski, M. (2014). Dividend policy in Nordic listed firms. *Global Finance Journal* *(25)*, 124-135.
- Chanasah, A. N. (2018). Pengaruh Rasio Likuiditas, Profitabilitas, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2017. *Jurnal Penelitian Ekonomi dan Bisnis (JPEB)*, *3(1)*, 2018, 39-47.
- Deitiana, T. (2011). Pengaruh Rasio Keuangan, Pertumbuhan, Penjualan dan Dividen terhadap Harga Saham. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, *Vol.13, No.1, April 2011*, 57-66.
- Esqueda, O. A. (2016). Signaling, corporate governance, and the equilibrium dividend policy. *The Quarterly Review of Economics and Finance* *59 (2016)*, 186-199.
- Fairchild, R., Guney, Y., & Thanatawee, Y. (2014). Corporate dividend policy in Thailand: Theory and evidence. *International Review of Financial Analysis* *31 (2014)*, 129-151.
- Farrukh, K., Irshad, S., Khakwani, M. S., Ishaque, S., & N. Y. (2017). Impact of dividend policy on shareholders wealth and firm performance in Pakistan. *Cogent Business and Management*, *4(1)*, 1-11.
- Hussainey, K., Mgbame, C. O., & Chijoke-Mgbame, A. M. (2011). Dividend policy and shareprice volatility: UK Evidence. *The Journal of Risk Finance* *Vol.12, No.1*, 57-68.
- Kieso, Weygandt & Warfield. (2018). Intermediate Accounting, Vol. 3, IFRS Edition. The United States of America: John Wiley & Sons
- Maggee, S. (2016). Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan yang tercatat pada Indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskill* *Vol.6, No.01, April*.
- Gujarati, Damodar N., & Dawn C. Porter. (2012). Basic Econometrics. Fifth Edition Mc Grawhill: Singapore.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, *May, 1956, Vol.41, No.2*, 99-105.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, *May, 1956, Vol.46, No.2*, 97-113.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation Shares. *The Journal of Business*, *October 1961, Vol.34, No.4*, 441-433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, *September 1958, Vol.40, No.4*, 1031-1051.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, *June 1958, Vol.48, No.3*, 261-297.

- Nurhayati, M. (2013). Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Pengaruhnya terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan Sektor Non Jasa. *Jurnal Keuangan dan Bisnis, Vol.5, No.2, Juli*, 144-153.
- Prabowo, R., & Sutanto, A. (2019). Analisis Pengaruh Struktur Modal dan Likuiditas terhadap profitabilitas pada Perusahaan Sektor Otomotif di Indonesia. *Jurnal Samudra Ekonomi dan Bisnis, Vol.10, No.1, Januari 2019*, 1-11.
- Prasetia, T. E., Tommy, P., & Saerang, I. S. (2014). Struktur Modal, Ukuran Perusahaan dan Risiko Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan Otomotif yang terdaftar di BEI. *Jurnal EMBA Vol.2, No.2*, 879-889.
- Priya, P. V., & Mohanasundari, M. (2016). Dividend Policy and Its Impact on Firm Value: A. *Apeejay-Journal of Management Sciences and Technology, 3 (3), June* , 59-69.
- Rachmawati, D., & Pinem, D. B. (2015). Pengaruh Profitabilitas, Leverage dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan. *Equity, Vol.18, No.1, Januari-Juni 2015*, 1-18.
- Ramadhan, G. F., Husnatarina, F., & Angela, L. M. (2018). Pengaruh Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Kelompok LQ45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Vol.3, No.1* , 66-73.
- Roekamah, & Wardoyo, P. (2012). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan pada Perusahaan Go Public yang terdaftar di BEJ. *Jurnal Dinamika Manajemen Vol.1, Maret*.
- Sari, R. A. I., & Priyadi, M. P. (2016). Pengaruh Leverage, Profitabilitas, Size, dan Growth Opportunity Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen, 5(10)*, 2-17.
- Sukirni, D. (2012). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Analisis terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal 1 (2)*, 1-12.
- Sunariyah. (2003). *Pengantar Pasar Modal* . Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.