

PERSPEKTIF NILAI PERUSAHAAN: KEBIJAKAN DIVIDEN DAN *QUALITY OF EARNING*

Nurfitri Desliniati¹
Sari Atul Hilaliyah²

^{1,2}Fakultas Bisnis Universitas Darwan Ali, Kalimantan Tengah, Indonesia
¹email: nurfitri@unda.ac.id

ABSTRAK

Dampak dari kesalahan dalam membuat keputusan keuangan akibat dari sikap opportunistik pihak manajemen adalah menurunnya laba yang dihasilkan perusahaan sehingga untuk mengatasi hal ini pihak manajemen akan melakukan manipulasi laporan keuangan yang menyebabkan turunnya kualitas laba serta akan membagikan dividen yang banyak untuk menarik minat investor. Penelitian ini bertujuan untuk melihat dampak dari pembagian dividen dan juga kualitas laba perusahaan terhadap nilai perusahaan itu sendiri. Analisis regresi logistik digunakan untuk menganalisis data penelitian sebanyak 552 perusahaan selama 9 tahun menggunakan E-Views 9. Hasil analisis menunjukkan kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan artinya semakin sedikit dividen yang dibagikan maka nilai perusahaan akan meningkat dihari ketiga setelah pengumuman dividen sementara *quality of earning* tidak menunjukkan pengaruh apapun terhadap nilai perusahaan; *growth opportunity* dan umur perusahaan mampu memperlemah pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan; *growth opportunity* tidak mampu memoderasi pengaruh *quality of earning* terhadap nilai perusahaan; dan hutang tidak mampu memoderasi baik pengaruh negatif kebijakan dividen maupun *quality of earning*. Pembagian dividen yang kecil akan mengisyaratkan kalau perusahaan memiliki investasi yang baik sehingga dana yang berasal dari laba perusahaan lebih diprioritaskan untuk membiayai investasi tersebut. Hal ini akan membuat proyeksi laba perusahaan di masa mendatang lebih baik.

Kata kunci: nilai perusahaan; kebijakan dividen; *quality of earning*; *agency theory*

ABSTRACT

The impact of errors in making financial decisions as a result of the opportunistic attitude of the management is the decline in profits generated by the company so that to overcome this the management will manipulate financial statements which cause a decrease in earnings quality and will distribute large dividends to attract investors. This study aims to see the impact of dividend distribution and also the quality of company earnings on the value of the company itself. Logistic regression analysis is use to analyze research data of 552 companies for 9 years using E-Views 9. The results of the analysis show that dividend policy had a significant negative effect on firm value, meaning that the less dividends distributed, the firm value will increase on the third day after the announcement of the dividend while the quality of earnings do not show any effect on firm value; growth opportunity and company age are able to weaken the negative effect of dividend policy on company value; growth opportunity is not able to moderate the effect of quality of earnings on firm value; and debt is not able to moderate both the negative effect of dividend policy and the quality of earnings. The distribution of small dividends will indicate that the company has good investments so that funds from company profits are prioritized to finance these investments. This will make the company's profit projections in the future better.

Keywords: firm value; dividend policy; *quality of earnings*; *agency theory*

PENDAHULUAN

Teori keagenan menunjukkan bahwa manajemen perusahaan terbagi menjadi dua, yaitu pemilik dan pengelola. Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa pembagian fungsi kepemilikan dan manajemen perusahaan merupakan akibat dari masalah keagenan. Peningkatan nilai perusahaan atau peningkatan kekayaan pemegang saham adalah tujuan normatif utama ketika keputusan keuangan dibuat oleh manajer. Nilai perusahaan didasarkan pada harga atau uang yang disepakati dan dibayarkan oleh pembeli pada saat perusahaan tersebut dijual (Husnan & Pudjiastuti, 2012). Dalam pandangan investor, nilai bisnis itu sendiri sangat penting. Hal ini menjadi alasan berharganya sebuah perusahaan bagi investor dan khususnya untuk meningkatkan harga saham.

Keputusan keuangan memiliki efek yang akan saling menguatkan satu sama lain dan pada akhirnya diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan (Qureshi, 2007). Ketidaktepatan dalam pengambilan salah satu dari keputusan keuangan ini akan membuat keputusan keuangan yang lain juga akan tidak maksimal (Qureshi, 2007). Keputusan keuangan yang dimaksud merupakan keputusan investasi, keputusan pendanaan serta kebijakan dividen. Pengambilan keputusan keuangan yang maksimal oleh pihak manajemen bertujuan untuk menghindari fluktuasi maupun tren tertentu dari pergerakan harga saham perusahaan, hal ini dilakukan untuk mempertahankan minat investasi oleh para pemegang saham perusahaan. Terlepas dari tujuan memaksimalkan keputusan keuangan perusahaan, terdapat kemungkinan pihak manajemen akan mengambil keputusan yang lebih menguntungkan dirinya sendiri (Giriati, 2016; Prasetyo & Suryono, 2016) yang berujung pada praktik manajemen laba. Manajemen laba yang dilakukan akan membuat informasi yang berasal dari laporan keuangan perusahaan kurang akurat.

Kebijakan dividen merupakan bagian dari salah satu keputusan keuangan tentang seberapa besar keuntungan yang harus diterima pemegang saham. Kebijakan ini berkaitan dengan penentuan jumlah pembagian dividen kepada pemegang saham dan berapa banyak pendapatan yang ditahan untuk keuntungan perusahaan di masa depan (Hapsari & Santoso, 2015; Kherismawati *et al.*, 2016; Paswan, 2016; Pracihara, 2016). Teori *residual dividend policy* menyatakan bahwa perusahaan akan menggunakan dananya terlebih dahulu untuk investasi, dan jika ada dana lain, perusahaan membagikannya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen (Ross, 2008). Teori ini juga menjelaskan mengapa perusahaan yang tumbuh cepat lebih cenderung tidak membayar dividen sehingga rasio pembayaran dividen perusahaan rendah.

Pengguna harus mencermati informasi keuangan yang disajikan dalam laporan keuangan (Sari & Riduwan, 2013). Keuntungan dari operasi sehari-hari perusahaan untuk memperkirakan arus kas dapat digambarkan dengan cara yang benar dan benar. Konflik antar instansi dan kualitas laba saling mempengaruhi. Manajer dapat mengambil langkah-langkah oportunistik untuk menunjukkan kepentingannya sendiri atas laba dalam laporan keuangan (Hapsari & Santoso, 2015; Prasetyawati dan Hariyati, 2015). Tindakan manajer ini dapat menyebabkan rendahnya kualitas pendapatan perusahaan. Hal ini dikarenakan laba yang dilaporkan tidak sesuai dengan keadaan perusahaan yang sebenarnya.

Desliniati (2018), Kherismawati *et al.* (2016), dan Pracihara (2016)

menemukan pengaruh yang searah (positif) kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan sedangkan Harahap & Wardhani (2011) menyimpulkan pengaruh berlawanan (negatif) signifikan. Berbeda pula dengan Merina & Verawaty (2016) yang menemukan kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Desliniati (2018) dan Siallagan (2009) menemukan bahwa kualitas laba memiliki dampak berlawanan (negatif) terhadap nilai perusahaan sedangkan Rahayu & Sari (2018) menemukan bahwa kualitas laba memiliki pengaruh searah (positif) terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan Purnamasari *et al.* (2019) dan Gamayuni (2012) yang tidak menemukan pengaruh kualitas laba terhadap nilai perusahaan. Adanya hasil dari penelitian terdahulu yang tidak konsisten menunjukkan bahwa ada variabel lain yang mungkin memberikan dampak atas hubungan antara kebijakan dividen maupun *quality of earning* pada nilai perusahaan sehingga penelitian ini akan menggunakan variabel moderasi yaitu *growth opportunity*, umur perusahaan, dan hutang. *Growth opportunity*, hutang beserta umur perusahaan akan berperan sebagai moderasi dampak kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Growth opportunity* dan hutang juga akan berperan sebagai moderasi untuk dampak *quality of earning* terhadap nilai perusahaan.

Untuk mencapai hasil yang optimal, seperti pertumbuhan perusahaan, kebijakan dividen yang ditetapkan perusahaan perlu mempertimbangkan hal-hal penting. Perusahaan harus mempertimbangkan untuk menahan atau membagikan laba kepada pemegang saham perusahaan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Hal ini dilakukan untuk menyeimbangkan dividen yang dibagikan saat ini dengan peluang pertumbuhan perusahaan di masa mendatang (Paswan, 2016). Manajemen dapat menggunakan hutang untuk mendanai investasi perusahaan jika keuntungan dari dana digunakan untuk dividen pemegang saham dan membuat sisa keuntungan tidak mencukupi untuk investasi perusahaan.

Pemegang saham berasumsi bahwa perusahaan jangka panjang memiliki peningkatan kemampuan untuk menerima peluang investasi. Peluang investasi yang tinggi akan meningkatkan laba yang dihasilkan oleh perusahaan dan dividen laba. Kekhawatirannya, menurut Soni & Gaba (2015), jika perusahaan yang baru mulai beroperasi membagikan dividen, khususnya dalam jumlah besar, maka perusahaan mungkin tidak memiliki banyak peluang investasi sehingga investor dapat tertarik untuk berinvestasi dan berbagi keuntungan. Dalam memutuskan untuk berinvestasi atau tidak, usia perusahaan menjadi salah satu pertimbangan penting (Suharli, 2006). Pilihan dibuat atas *growth opportunity*, utang, dan umur perusahaan, karena ketiga hal ini dapat berkontribusi pada kebijakan dividen.

Arus kas bersih perusahaan akan meningkat dengan keuntungan yang tinggi. Arus kas bersih sepenuhnya di bawah kendali manajemen. Manajemen akan lebih memilih menggunakan hutang dalam kegiatan investasi yang berkaitan dengan peluang pertumbuhan perusahaan (Fadhilla, 2015). Penggunaan hutang dipilih untuk memantau tindakan atau keputusan yang diambil oleh manajemen untuk meminimalkan kemampuan manajemen untuk mengambil tindakan oportunistik terhadap laporan dan data yang disajikan dalam laporan keuangan perusahaan. Jika kualitas laba dalam kondisi buruk, kreditur tidak akan meminjamkan uang. Kualitas laba digunakan oleh kreditur untuk menilai status perusahaan dari segi

kinerja manajemen, kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba jangka panjang serta risiko investasi perusahaan. Peluang pertumbuhan dan utang dipilih karena kualitas laba dapat dipengaruhi oleh keduanya.

Penelitian ini juga akan menambahkan *corporate size* dan *return IHS* sebagai kontrol selain penggunaan variabel moderasi. Penelitian sebelumnya rata-rata hanya terfokus pada satu industri dan terutama manufaktur. Bursa Efek Indonesia akan melakukan observasi di 10 sektor. Selain itu, penelitian ini menguji pengaruh pemberitahuan dividen terhadap nilai perusahaan pada hari ketiga (H+3) setelah pengumuman dividen. Pasar akan segera bereaksi setelah pemberitahuan dividen (tanggal deklarasi) ketika perusahaan mengumumkan akan membagikan laba bersih perusahaan sebagai dividen kepada pemegang saham (Larimanu dan Suaryana, 2016). Tren harga saham perusahaan akan berubah, naik atau turun setelah manajemen melakukan pengumuman dividen (Gunasekarage & Power, 2006). Pemberitahuan dividen ini tidak akan bertahan lama. Dalam mengamati tren ini, Sah & Zhou (2012) menyimpulkan bahwa pemberitahuan pembagian dividen tidak akan berdampak pasti pada harga saham perusahaan selama lebih dari 30 hari. Kebijakan dividen yang diambil dalam RUPST yang diselenggarakan Perseroan tentunya akan memberikan kontribusi terhadap harga saham, namun hanya akan berlangsung selama 30 hari ke depan saat dividen diumumkan.

Pembagian dividen akan dianggap sebagai sinyal oleh investor sesuai dengan *signalling theory* (Mardiyati *et al.*, 2012). Investor menggunakan sinyal ini untuk mengevaluasi baik buruknya perusahaan dari perusahaan yang akan dipilih. Dengan demikian, jika perusahaan memiliki sisa dana dari dana investasi yang ada, maka perusahaan akan membagikan dividen kepada pemegang saham (Ross, 2008). Semakin sedikit jumlah dividen yang akan dibagikan kepada investor maka semakin tinggi nilai perusahaan.

H₁: Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

Perusahaan harus mendukung kebijakan dividennya dengan arus kas bersih saat ini. Setelah dikurangi pembayaran utang dan modal kerja, arus kas bersih akan digunakan untuk membagikan dividen sesuai dengan teori kebijakan dividen residual (Ross, 2008). Ini akan memungkinkan perusahaan dengan pertumbuhan tinggi untuk memanfaatkan peluang investasi yang menguntungkan di masa depan karena perusahaan dengan aset yang tumbuh cepat cenderung tumbuh. Pada akhirnya, perusahaan membutuhkan dana yang tinggi untuk membiayai investasinya, sehingga perusahaan lebih sering menahan keuntungan daripada tidak (Khairin & Harto, 2014).

H₂: *Growth opportunity* memoderasi hubungan negatif kebijakan dividen dengan nilai perusahaan

Umur perusahaan itu sendiri mengungkapkan perusahaan yang dapat bersaing dan terus eksis (Lawer, 2011). Berdasarkan *maturity hypothesis* yang dikemukakan oleh Grullon *et al.* (2002), umur perusahaan dapat mempengaruhi potensi pembagian dividen perusahaan. Sesuai dengan teori *clientele effect*, perusahaan dalam fase pertumbuhan akan membayar dividen yang lebih kecil (Al-Malkawi, 2007). Pada tahap *mature*, perusahaan akan mampu membayarkan

dividen yang lebih tinggi. Perusahaan yang mengalami tahap pertumbuhan akan memiliki potensi, karena perusahaan membutuhkan lebih banyak uang untuk membiayai investasinya, untuk menggunakan lebih banyak peluang investasi untuk mengurangi pembayaran dividen.

H₃: Umur perusahaan memoderasi hubungan negatif kebijakan dividen dengan nilai perusahaan

Menurut *debt-covenant hypothesis*, semakin besar hutang yang digunakan oleh perusahaan, karena adanya batasan-batasan yang ketat yang dikenakan oleh kreditur terhadap kurangnya dana yang tersedia atau tidak ada pembagian dividen sama sekali (Darmawan, 2020). Perusahaan akan menggunakan hutang jika dana dari laba ditahan perusahaan tidak mencukupi untuk mendanai investasi perusahaan. Meningkatkan penggunaan utang akan menurunkan arus kas bersih saat ini. Hal ini dikarenakan kewajiban perusahaan lebih tinggi dan dana yang ada terlebih dahulu digunakan untuk membayar hutang (Deitiana, 2009).

H₄: Hutang memoderasi hubungan negatif kebijakan dividen dengan nilai perusahaan

Berdasarkan *agency theory*, manajer sering memutuskan untuk kepentingan mereka sendiri daripada memaksimalkan nilai perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Pentingnya informasi mengenai laba perusahaan bagi para penggunanya akan memicu praktik manajemen laba oleh pihak manajemen (Hapsari & Santoso, 2015). Jika keputusan tidak optimal, manajer akan memanipulasi keuntungan untuk menutupi kesalahannya (Bukita & Iskandarba, 2009). Dalam prosesnya, manajemen mampu memanipulasi pendapatan untuk menambah tren akrual dalam laporan laba rugi. Tingkat akrual yang tinggi akan mengakibatkan rendahnya *quality of earning* yang akan membuat nilai perusahaan menurun.

H₅: *Quality of earning* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

Chen *et al.* (2011), indikator *over-investasi* menunjukkan arus kas bersih. Perusahaan tidak akan dapat mencapai target laba default melalui investasi yang tidak menguntungkan. Fadhilla (2015) mengungkapkan bahwa perusahaan kemungkinan besar menggunakan hutang untuk membiayai kegiatan investasinya untuk memantau tindakan manajernya, jika perusahaan memiliki dana arus kas bersih yang tinggi. Pemantauan ini mencegah manajer menggunakan arus kas bersih perusahaan untuk investasi yang tidak menguntungkan sama sekali.

H₆: *Growth opportunity* memoderasi hubungan negatif *quality of earning* dengan nilai perusahaan

Jensen & Meckling (1976) menyimpulkan bahwa manajemen mengelola laba dengan menyesuaikan angka akuntansi agar sesuai dengan perjanjian hutang yang telah disepakati sebelumnya ketika hutang yang digunakan meningkat dengan cepat. Perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi juga cenderung memiliki tingkat hutang yang tinggi. Watts & Zimmerman (1986) mengungkapkan bahwa perusahaan diharuskan oleh perjanjian hutang (*debt covenant*) untuk memenuhi persyaratan yang ditetapkan oleh pemberi pinjaman untuk mengamankan dana pinjaman. Salah satu persyaratan yang diajukan oleh kreditur adalah kondisi keuangan Perseroan. Agar perusahaan terlihat lebih baik, manajer tidak dapat memanipulasi laba yang dihasilkan.

H7: Hutang memoderasi hubungan negatif *quality of earning* dengan nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Penelitian dilakukan pada seluruh perusahaan yang terdaftar pada 11 sektor pada pasar bursa Indonesia. Data keuangan perusahaan ini akan diambil melalui website bursa efek indonesia, *reuters*, dan *yahoo finance*. Penelitian ini terfokus pada pengumuman pembagian dividen oleh perusahaan.

Nilai perusahaan menunjukkan kondisi dan situasi pencapaian perusahaan (Sudiyatno, 2010). Tobin's Q dihitung menggunakan Tobin's Q, perbandingan antara total nilai pasar saham dan nilai utang, dibagi dengan total nilai buku saham dan nilai buku utang (White *et al.*, 2002). Tobin's Q dirumuskan seperti di bawah ini:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{market value of equity} + \text{book value of debt}}{\text{book value of equity} + \text{book value of debt}} \dots\dots\dots (1)$$

Berdasarkan nilai Tobin's Q, akan digunakan *dummy* yaitu perusahaan akan diberi angka 1 jika nilai Tobin's Q lebih dari atau sama dengan 1 dan akan diberi angka 0 jika nilai Tobin's Q kurang dari 1.

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang mencakup keputusan pembagian dividen oleh pemegang saham atas keuntungan perusahaan pada akhir tahun atau retensi laba tersebut pada saat itu untuk menambah modal yang digunakan untuk membiayai investasi masa depan (Harjito & Agus, 2010). Pembagian dividen dapat dihitung menggunakan *dividend payout ratio* yang didapatkan melalui membagi dividen per saham dengan laba per saham (Fahmi, 2013).

$$\text{DPR} = \frac{\text{dividend per share}}{\text{earning per share}} \dots\dots\dots (2)$$

Taruno (2013) berpendapat bahwa kualitas pendapatan tercermin, tanpa campur tangan pihak lain yang berkepentingan, laba yang disajikan dalam laporan keuangan mencerminkan keadaan perusahaan yang sebenarnya. Kualitas laba dalam penelitian ini menggunakan proksi *discretionary accrual* atau *abnormal accrual* yaitu bagian akrual yang merupakan manipulasi data akuntansi. *Discretionary accrual* dapat diukur menggunakan *modified jones model* (Dechow *et al.*, 1995). Model ini dianggap lebih baik untuk mengukur kualitas laba. *Discretionary accrual* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

Menghitung nilai total akrual

$$\text{TA}_{i,t} = \text{NI}_{i,t} - \text{CFO}_{i,t} \dots\dots\dots (3)$$

Nilai *total accrual* (TA) yang diestimasi dengan persamaan regresi OLS sebagai berikut:

$$\text{TA}_{i,t} / \text{A}_{i,t-1} = \alpha_1 \frac{1}{\text{A}_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta \text{REV}_{i,t} - \Delta \text{REC}_{i,t}}{\text{A}_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\text{PPE}_{i,t}}{\text{A}_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots (4)$$

Menghitung *non discretionary accrual* dengan menggunakan koefisien (α_1 , α_2 , α_3 , dan α_4) di atas dengan persamaan berikut:

$$NDA_{i,t} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \dots\dots\dots (5)$$

Menghitung *discretionary accrual*:

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t} \dots\dots\dots (6)$$

Keterangan:

- TA_{i,t} : Total *accrual* perusahaan *i* pada tahun *t*
- NI_{i,t} : Laba bersih perusahaan *i* pada tahun *t*
- CFO_{i,t} : Arus kas dari aktivitas operasi perusahaan *i* pada tahun *t*
- A_{i,t-1} : Total aset perusahaan *i* pada tahun *t-1*
- ΔREV_{i,t} : Perubahan dari pendapatan perusahaan *i* antara tahun *t* dengan tahun *t-1*
- ΔREC_{i,t} : Perubahan dari piutang perusahaan *i* antara tahun *t* dengan tahun *t-1*
- PPE_{i,t} : Aset tetap yang dimiliki perusahaan *i* pada tahun *t*
- NDA_{i,t} : Nilai dari *non discretionary accrual* perusahaan *i* pada tahun *t*
- DA_{i,t} : Nilai dari *discretionary accrual* perusahaan *i* pada tahun *t*
- α_{1, ..., α₄} : Koefisien regresi
- ε : error

Growth opportunity adalah peluang perusahaan untuk mencapai tingkat pertumbuhan dan perkembangan perusahaan (Mai, 2006). *Growth opportunity* dapat diukur menggunakan perkalian harga saham dengan lembar saham beredar kemudian dibagi dengan jumlah ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan (Hermuningsih, 2013).

$$MBR = \frac{\text{lembar saham beredar} \times \text{harga saham}}{\text{total ekuitas}} \dots\dots\dots (7)$$

Umur perusahaan mengungkapkan bahwa perusahaan mampu untuk bersaing dan tetap eksis (Lawer, 2011). Secara teori, investor lebih mempercayai perusahaan daripada hanya perusahaan yang sudah berdiri sejak lama (Zen & Herman, 2012). Umur perusahaan dapat diukur menggunakan logaritma dari selisih antara tahun penelitian dilakukan dengan tahun pendirian perusahaan (Margaretha & Ramadhan, 2010).

$$AGE = \log (\text{tahun penelitian} - \text{tahun perusahaan berdiri}) \dots\dots\dots (8)$$

Hutang merupakan sumber pendanaan baik melalui pasar modal maupun melalui kreditur dari pihak luar (Mayogi & Fidiana, 2016). Hutang adalah kewajiban keuangan kepada pihak lain (Husnan & Pudjiastuti, 2012). Hutang dapat dibayar baik oleh perorangan maupun antar perusahaan dalam bentuk hutang usaha. DER sebagai rasio yang digunakan untuk mengevaluasi *debt to equity* perusahaan. Rasio ini digunakan untuk menentukan berapa banyak ekuitas yang digunakan untuk mengamankan utang. Semakin besar rasio ini, semakin besar ketergantungan pada dana eksternal dari perusahaan.

$$DER = \frac{\text{total debt}}{\text{total equity}} \dots\dots\dots (9)$$

Ukuran suatu perusahaan merupakan skala yang menentukan besar kecilnya suatu perusahaan (Apriwenni, 2015). Semakin besar ukuran perusahaan, semakin

banyak investor yang peduli. Bisnis besar biasanya dinilai lebih stabil oleh investor (Akbar et al., 2017) Ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan algoritma natural untuk total aset yang dimiliki (Akbar et al., 2017). $SIZE = \ln(\text{total aset perusahaan}) \dots \dots \dots (10)$

Return IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) merupakan tingkat pengembalian atas seluruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Semakin besar *return* IHSG maka semakin tertarik seorang investor untuk berinvestasi di pasar modal. *Return* IHSG dapat diproksikan melalui perbandingan selisih dari penutupan IHSG hari ini dan penutupan IHSG satu hari sebelumnya dengan penutupan IHSG satu hari sebelumnya (Jogiyanto, 2013).

$$\text{Return IHSG} = \frac{(IHSG_t - IHSG_{t-1})}{IHSG_{t-1}} \dots \dots \dots (11)$$

Sampel penelitian ditentukan menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria: 1) perusahaan sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2012-2019; 2) perusahaan mempublikasikan laporan keuangan dari tahun 2012-2019; 3) perusahaan tidak termasuk dalam sektor *finance*; dan 4) perusahaan yang membagikan dividen dari tahun 2013-2020. Berdasarkan kriteria tersebut dari 728 perusahaan sebanyak 69 perusahaan akan menjadi sampel dalam penelitian. Penelitian akan dilakukan selama 9 tahun terakhir sehingga total data yang akan digunakan sebanyak 552 perusahaan.

Pengujian terhadap hipotesis yang diajukan sebelumnya akan menggunakan metode regresi logistik data panel dengan menggunakan *software* statistik yaitu Eviews-9. Analisis regresi logistik akan digunakan untuk menguji dampak variabel independen dan variabel moderasi beserta variabel kontrol terhadap variabel dependen. Berikut persamaan regresi dalam penelitian ini:

$$\text{Log NP} = \frac{p}{(p-1)} = \alpha + \beta_1 \text{DIV}_{i,t} + \beta_2 \text{DIV}_{i,t} * \text{GO}_{i,t} + \beta_3 \text{DIV}_{i,t} * \text{AGE}_{i,t} + \beta_4 \text{DIV}_{i,t} * \text{DEBT}_{i,t} + \beta_5 \text{QE}_{i,t} + \beta_6 \text{QE}_{i,t} * \text{GO}_{i,t} + \beta_7 \text{QE}_{i,t} * \text{DEBT}_{i,t} + \beta_8 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_9 \text{R_IHSG}_t + \varepsilon \dots \dots \dots (12)$$

Keterangan:

- NP : Nilai perusahaan saat tiga hari setelah pengumuman dividen pada perusahaan *i* dan tahun ke *t*
 DIV : Kebijakan dividen pada perusahaan *i* dan tahun ke *t*
 QE : *Quality of earning* pada perusahaan *i* dan tahun ke *t*
 GO : *Growth opportunity* pada perusahaan *i* dan tahun ke *t*
 AGE : Umur perusahaan pada perusahaan *i* dan tahun ke *t*
 DEBT : Hutang pada perusahaan *i* dan tahun ke *t*
 SIZE : Ukuran perusahaan pada perusahaan *i* dan tahun ke *t*
 R_IHSG: *Return* IHSG pada tahun ke *t*
 β_1, \dots, β_9 : Koefisien regresi
 ε : error

Uji yang digunakan meliputi uji multikolinieritas, uji koefisien determinasi, dan Uji z.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji multikolinieritas yang dilakukan didapatkan hasil sebagai berikut

Tabel 1.
Hasil uji multikolinieritas

| | DIV | DIV* GO | DIV* AGE | DIV* DEBT | QE | QE* GO | QE* DEBT | SIZE | R_IHSG |
|----------|------------|--------------------|---------------------|----------------------|-----------|-------------------|---------------------|-------------|---------------|
| DIV | 1.000 | 0.664 | 0.997 | 0.942 | 0.011 | 0.025 | 0.010 | 0.012 | 0.024 |
| DIV*GO | 0.664 | 1.000 | 0.686 | 0.530 | 0.008 | 0.037 | 0.021 | 0.100 | 0.028 |
| DIV*AGE | 0.997 | 0.686 | 1.000 | 0.937 | 0.011 | 0.029 | 0.015 | 0.031 | 0.025 |
| DIV*DEBT | 0.942 | 0.530 | 0.937 | 1.000 | 0.013 | 0.006 | 0.011 | 0.034 | 0.023 |
| QE | 0.011 | 0.008 | 0.011 | 0.013 | 1.000 | 0.646 | 0.679 | 0.018 | 0.046 |
| QE*GO | 0.025 | 0.037 | 0.029 | 0.006 | 0.646 | 1.000 | 0.527 | 0.057 | 0.013 |
| QE*DEBT | 0.010 | 0.021 | 0.015 | 0.011 | 0.679 | 0.527 | 1.000 | 0.008 | 0.034 |
| SIZE | 0.012 | 0.100 | 0.031 | 0.034 | 0.018 | 0.057 | 0.008 | 1.000 | 0.022 |
| R_IHSG | 0.024 | 0.028 | 0.025 | 0.023 | 0.046 | 0.013 | 0.034 | 0.022 | 1.000 |

Sumber: data diolah, 2021

Dari Tabel 1. dapat disimpulkan jika terdapat multikolinieritas yaitu: 1) variabel DIV*AGE dan DIV*DEBT dengan DIV dan 2) DIV*AGE dengan DIV*DEBT karena nilai korelasinya lebih dari 0,8 (Ajija *et al.*, 2011). Untuk mengatasi masalah multikolinieritas ini maka model regresi akan dipisah. Jadi, dari 1 model regresi akan menjadi 3 model regresi seperti berikut:

Model regresi 1:

$$NP_1 = \text{Log} \frac{P}{(1-p)} = \alpha_1 + \beta_{11} \text{DIV}_{i,t} + \beta_{12} \text{DIV}_{i,t} * \text{GO}_{i,t} + \beta_{13} \text{QE}_{i,t} + \beta_{14} \text{QE}_{i,t} * \text{GO}_{i,t} + \beta_{15} \text{QE}_{i,t} * \text{DEBT}_{i,t} + \beta_{16} \text{SIZE}_{i,t} + \beta_{17} \text{R_IHSG}_t + \varepsilon_1 \dots (13)$$

Model regresi 2:

$$NP_2 = \text{Log} \frac{P}{(1-p)} = \alpha_2 + \beta_{21} \text{DIV}_{i,t} * \text{AGE}_{i,t} + \beta_{22} \text{SIZE}_{i,t} + \beta_{23} \text{R_IHSG}_t + \varepsilon_2 \dots (14)$$

Model regresi 3:

$$NP_3 = \text{Log} \frac{P}{(1-p)} = \alpha_3 + \beta_{31} \text{DIV}_{i,t} * \text{DEBT}_{i,t} + \beta_{32} \text{SIZE}_{i,t} + \beta_{33} \text{R_IHSG}_t + \varepsilon_3 (15)$$

Koefisien determinasi untuk regresi logistik menggunakan *McFadden R-Square*. Semakin tinggi nilai *McFadden R-Square*, maka variabel independen, variabel moderasi dan variabel kontrol semakin bagus dalam menggambarkan variabel dependen.

Tabel 2.
Uji koefisien determinasi

| | <i>McFadden R-squared</i> |
|-----------------|-------------------------------|
| Model regresi 1 | 0,547 |
| Model regresi 2 | 0,028 |
| Model regresi 3 | 0,018 |

Sumber: Data diolah, 2021

Dari Tabel 2. dapat disimpulkan: 1) Pada model regresi 1, kebijakan dividen (DIV), *growth opportunity* (interaksi antara *growth opportunity* dengan kebijakan dividen atau DIV*GO), *quality of earning* (QE), *growth opportunity* (interaksi antara *growth opportunity* dengan *quality of earning* atau QE*GO), hutang (interaksi antara hutang dengan *quality of earning* atau QE*DEBT), ukuran perusahaan (SIZE), dan *return* IHS (R_IHS) mampu menggambarkan nilai perusahaan (NP_3) sebesar 54,7% sedangkan sisanya sebesar 45,3% digambarkan oleh variabel diluar model; 2) Pada model regresi 2, umur perusahaan (interaksi antara umur perusahaan dengan kebijakan dividen atau DIV*AGE), ukuran perusahaan (SIZE), dan *return* IHS (R_IHS) mampu menggambarkan nilai perusahaan (NP_3) sebesar 2,8% sedangkan sisanya sebesar 97,2% digambarkan oleh variabel diluar model; dan 3) Hutang (interaksi antara hutang dengan kebijakan dividen atau DIV*DEBT), ukuran perusahaan (SIZE), dan *return* IHS (R_IHS) mampu menggambarkan nilai perusahaan (NP_3) sebesar 1,8% sedangkan sisanya sebesar 98,2% digambarkan oleh variabel diluar model.

Analisis regresi logistik digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui besarnya pengaruh dari kebijakan dividen dan *quality of earning* terhadap nilai perusahaan dengan dimoderasi *growth opportunity*, umur perusahaan, dan hutang beserta kontrol ukuran perusahaan dan *return* IHS.

Tabel 3.
Regresi Logistik Model Regresi 1

| | Coefficient | Prob. |
|-----------|-------------|-------|
| Konstanta | -0,851 | 0,538 |
| DIV | -17,491 | 0,000 |
| DIV*GO | 19,843 | 0,000 |
| QE | -3,054 | 0,231 |
| QE*GO | 4,726 | 0,581 |
| QE*DEBT | 1,851 | 0,146 |
| SIZE | 0,003 | 0,941 |
| R IHS | 0,897 | 0,411 |

Sumber: Data diolah, 2021

Hasil regresi logistik model regresi 1 dapat dimaknai sebagai berikut:

- α_1 : Konstanta (C) bernilai -0,851 dan nilai prob -0,851 artinya saat kebijakan dividen, *quality of earning*, interaksi *growth opportunity* dengan kebijakan dividen, interaksi *growth opportunity* dengan *quality of earning*, interaksi hutang dengan *quality of earning*, ukuran perusahaan, dan *return* IHS bernilai 0, maka peluang nilai perusahaan naik atau turun sama dengan 0.
- β_{11} : Kebijakan dividen (DIV) bernilai -17,491 dan nilai prob sebesar 0,000 artinya kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.
- β_{12} : Interaksi *growth opportunity* dengan kebijakan dividen (DIV*GO) bernilai 19,843 dan nilai prob 0,000 artinya *growth opportunity* mampu memoderasi pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
- β_{13} : *Quality of earning* (QE) bernilai -3,054 dan nilai prob 0,231 artinya *quality of earning* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
- β_{14} : Interaksi *growth opportunity* dengan *quality of earning* (QE*GO) bernilai

- 4,726 dan nilai prob 0,581 artinya *growth opportunity* belum mampu memoderasi pengaruh negatif *quality of earning* terhadap nilai perusahaan.
- β_{15} : Interaksi hutang dengan *quality of earning* (QE*DEBT) bernilai 1,851 dan nilai prob 0,146 artinya hutang belum mampu memoderasi pengaruh negatif *quality of earning* terhadap nilai perusahaan.
- β_{16} : Ukuran perusahaan (SIZE) bernilai 0,003 dan nilai prob 0,941 artinya ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
- β_{17} : *Return IHS* (R_IHSG) bernilai 0,897 dan nilai prob 0,411 artinya *return IHS* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Tabel 4.
Regresi Logistik Model Regresi 2

| | Coefficient | Prob. |
|-----------|-------------|-------|
| Konstanta | -1,072 | 0,186 |
| DIV*AGE | 0,210 | 0,016 |
| SIZE | 0,053 | 0,060 |
| R_IHSG | 1,448 | 0,047 |

Sumber: Data diolah, 2021

Hasil regresi logistik model regresi 2 dapat dimaknai sebagai berikut:

- α_2 : Konstanta (C) bernilai -1,072 dan nilai prob 0,186 artinya saat interaksi umur perusahaan dengan kebijakan dividen, ukuran perusahaan, dan *return IHS* bernilai 0, maka peluang nilai perusahaan naik atau turun sama dengan 0.
- β_{21} : Interaksi umur perusahaan dengan kebijakan dividen (DIV*AGE) bernilai 0,210 dan nilai prob 0,016 artinya umur perusahaan mampu memoderasi pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
- β_{22} : Ukuran perusahaan (SIZE) bernilai 0,053 dan nilai prob 0,060 artinya ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
- β_{23} : *Return IHS* (R_IHSG) bernilai 1,448 dan nilai prob 0,047 artinya *return IHS* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Tabel 5.
Regresi Logistik Model Regresi 2

| | Coefficient | Prob. |
|-----------|-------------|-------|
| Konstanta | -1,095 | 0,175 |
| DIV*DEBT | 0,135 | 0,200 |
| SIZE | 0,063 | 0,025 |
| R_IHSG | 1,438 | 0,046 |

Sumber: Data diolah, 2021

Hasil regresi logistik model regresi 3 dapat dimaknai sebagai berikut:

- α_3 : Konstanta (C) bernilai -1,095 dan nilai prob 0,175 artinya saat interaksi hutang dengan kebijakan dividen, ukuran perusahaan, dan *return IHS* bernilai 0, maka peluang nilai perusahaan naik atau turun sama dengan 0.
- β_{31} : Interaksi hutang dengan kebijakan dividen (DIV*DEBT) bernilai 0,135

- dan nilai prob 0,200 artinya hutang belum mampu memoderasi pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
- β_{32} : Ukuran perusahaan (SIZE) bernilai 0,063 dan nilai prob 0,025 artinya ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
- β_{33} : *Return* IHS (R_IHS) bernilai 1,438 dan nilai prob 0,046 artinya *return* IHS berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan Tabel 3. didapatkan hasil bahwa saat terdapat penurunan 1% kebijakan dividen maka peluang nilai perusahaan naik sama dengan 29,00%. Hasil pengujian data menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (tiga hari setelah pengumuman dividen). Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Harahap & Wardhani (2011) yang menyatakan jika kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan *residual dividend policy*, dimana perusahaan membayarkan dividen kepada pemegang saham jika setelah menggunakan dana tersebut perusahaan memiliki sisa dana untuk mendanai kegiatan investasinya (Ross, 2008). Pemegang saham lebih memilih bisnis untuk mendapatkan keuntungan daripada membagikan dividen dengan dana yang ada, karena keuntungan yang diperoleh dari investasi akan meningkatkan keuntungan masa depan dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun, jika perusahaan terlebih dahulu membagikan dana yang ada sebagai dividen dan tidak memberikan kesempatan kepada perusahaan untuk melakukan investasi yang menguntungkan, maka laba perusahaan akan lebih rendah sehingga menurunkan nilai perusahaan. Hal ini sebagai dampak dari efek sinergi dari keputusan keuangan perusahaan.

Berdasarkan Tabel 3. didapatkan hasil bahwa saat terdapat peningkatan nilai interaksi *growth opportunity* dengan kebijakan dividen sebesar 1% maka peluang nilai perusahaan naik sama dengan 34,1%. Hasil pengujian data menyatakan pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan akan diperlemah oleh moderasi *growth opportunity*. *Growth opportunity* mampu memoderasi dikarenakan *growth opportunity* berperan sebagai moderasi murni. Moderasi murni disini berarti *growth opportunity* mampu berperan sebagai variabel moderasi. Perubahan total aset perusahaan dapat dilihat pada pertumbuhan perusahaan. Peningkatan total aset ini berarti bahwa perusahaan mengambil banyak peluang investasi saat ini. Hal ini akan mempengaruhi rendahnya DPR, kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Hal ini akan mempengaruhi rendahnya rasio DPR. Selain itu perusahaan akan membagikan dividen dalam jumlah kecil jika manajemen memilih untuk menjaga likuiditas perusahaan. Hal ini dilakukan untuk mencegah ketidakpastian dan menjaga fleksibilitas keuangan perusahaan. Ketidaktepatan dalam menentukan antara membagikan dividen atau mengambil kesempatan investasi akan memberikan dampak yang berkepanjangan bagi perusahaan.

Berdasarkan Tabel 4. didapatkan hasil bahwa saat terdapat peningkatan nilai interaksi umur perusahaan dengan kebijakan dividen sebesar 1% maka peluang nilai perusahaan naik sama dengan 0,17%. Hasil pengujian data menyatakan

bahwa pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan akan diperlemah oleh moderasi umur perusahaan (interaksi antara umur perusahaan dengan kebijakan dividen). Umur perusahaan mampu memoderasi dikarenakan umur perusahaan berperan sebagai moderasi murni. Moderasi murni disini berarti umur perusahaan mampu berperan sebagai variabel moderasi. Hasil ini sejalan dengan *agency theory* yang menyatakan bahwa manajer perusahaan lebih memilih untuk mempertahankan proporsi yang lebih besar dari keuntungan mereka daripada membagikan dividen kepada pemegang saham. Selain itu, karena pembagian dividen yang tinggi, pembagian dividen oleh perusahaan baru merupakan elemen utama untuk menarik investor untuk berinvestasi. Sementara pembagian dividen dinilai baik bagi investor untuk perusahaan yang sudah berdiri lama karena menganggap perusahaan sudah menghasilkan banyak keuntungan dari kegiatan investasinya.

Berdasarkan Tabel 5. didapatkan hasil bahwa saat terdapat perubahan nilai interaksi hutang dengan kebijakan dividen maka peluang nilai perusahaan naik atau turun sama dengan 0. Hasil Pengujian data menyatakan bahwa kebijakan dividen dengan moderasi hutang (interaksi antara hutang dengan kebijakan dividen) berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hutang belum dapat memoderasi pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hutang tidak mampu memoderasi dikarenakan hutang berperan sebagai prediktor moderasi. Prediktor moderasi disini berarti hutang hanya dapat berperan sebagai variabel prediktor (independen) dalam model penelitian ini. Meskipun berperan sebagai prediktor tetapi hutang tidak mampu memberikan efek memperlemah maupun memperkuat. Hasil ini tidak sejalan dengan *debt-covenant* yang menyatakan semakin tinggi hutang yang digunakan, semakin sedikit dana yang dimiliki perusahaan untuk membagikan dividen. Meskipun perusahaan menggunakan banyak hutang, hal tersebut tidak menjamin bahwa dividennya akan dibagikan. Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan laba ditahan untuk terus membagikan dividen kepada pemegang saham dibandingkan dengan penggunaan hutang yang akan menimbulkan beban yang lebih besar bagi perusahaan.

Berdasarkan Tabel 3. didapatkan hasil bahwa saat terdapat perubahan nilai *quality of earning* maka peluang nilai perusahaan naik atau turun sama dengan 0. Hasil pengujian data menyatakan bahwa *quality of earning* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh dengan Purnamasari *et al.* (2019) dan Gamayuni (2012) menyatakan bahwa *quality of earning* tidak memiliki pengaruh apapun terhadap nilai perusahaan. Pada dasarnya *discretionary accrual* yang menjadi proksi *quality of earning* menunjukkan tindakan manipulasi yang dapat dilakukan: 1) meningkatkan biaya amortisasi dan penyusutan, 2) mencatat kewajiban penjaminan produk yang besar, 3) melakukan transaksi kontinjensi dan diskon harga; dan 4) mencatat persediaan yang rusak atau kadaluarsa. Manipulasi angka 1 sampai 4 tidak akan banyak berpengaruh karena tidak berhubungan dengan harga buku saham perusahaan yang digunakan sebagai bagian dari perhitungan nilai perusahaan. Oleh karena itu, kualitas laba tidak mempengaruhi nilai perusahaan secara signifikan.

Berdasarkan Tabel 3. didapatkan hasil bahwa saat terdapat perubahan nilai interaksi *growth opportunity* dengan *quality of earning* maka peluang nilai perusahaan naik atau turun sama dengan 0. Hasil Pengujian data menyatakan bahwa *quality of earning* dengan moderasi *growth opportunity* (interaksi antara *growth opportunity* dengan *quality of earning*) berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. *Growth opportunity* belum dapat memoderasi pengaruh negatif *quality of earning* terhadap Nilai Perusahaan. *Growth opportunity* tidak mampu memoderasi dikarenakan *growth opportunity* berperan sebagai prediktor moderasi. Prediktor moderasi disini berarti *growth opportunity* hanya dapat berperan sebagai variabel prediktor (independen) dalam model penelitian ini. *Growth Opportunity* tidak mampu memberikan efek memperlemah maupun memperkuat. Hal ini mungkin karena sementara manajemen terbatas pada penggunaan arus kas bebas perusahaan sehingga manajemen harus menentukan investasi mana yang paling menguntungkan untuk perusahaan jalankan, tetapi mereka masih dapat memanfaatkan hutang untuk membiayai investasi mereka sehingga pemilik perusahaan gagal membatasi perilaku oportunistik manajemen dengan peluang pertumbuhan yang tinggi. Hasil penelitian tidak sesuai dengan *agency theory* yang menyatakan bahwa manajer menggunakan arus kas bebas untuk berinvestasi. Meskipun investasi ini akan merugikan dan tidak akan menarik minat para pemangku kepentingan.

Berdasarkan Tabel 3. didapatkan hasil bahwa saat terdapat perubahan nilai interaksi hutang dengan *quality of earning* maka peluang nilai perusahaan naik atau turun sama dengan 0. Hasil pengujian data menyatakan bahwa *quality of earning* dengan moderasi hutang (interaksi antara hutang dengan *quality of earning*) tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hutang belum dapat memoderasi pengaruh negatif *quality of earning* terhadap nilai perusahaan. Hutang tidak mampu memoderasi dikarenakan hutang berperan sebagai prediktor moderasi. Prediktor moderasi disini berarti Hutang hanya dapat berperan sebagai variabel prediktor (independen) dalam model penelitian ini. Hutang tidak mampu memberikan efek memperlemah maupun memperkuat. Hal ini dikarenakan manajemen masih bebas untuk memanipulasi keuntungan yang dihasilkan perusahaan meskipun dengan pengawasan pihak yang meminjamkan dana kepada perusahaan, sehingga tinggi rendahnya nilai *discretionary accrual* tidak menunjukkan kualitas pendapatan yang baik atau buruk.

Telah dijelaskan dari hasil penelitian bahwa penelitian menunjukkan secara empiris: 1. meningkatnya nilai perusahaan akan menunjukkan semakin rendah kebijakan dividen; 2. *growth opportunity* akan melemahkan peningkatan kebijakan dividen sehingga meningkatkan nilai perusahaan; 3. umur perusahaan melemahkan peningkatan kebijakan dividen sehingga meningkatkan nilai perusahaan; 4. semakin tinggi hutang perusahaan tidak serta merta menurunkan kebijakan dividen sehingga nilai Perusahaan meningkat; 5. *quality of earning* yang lebih rendah tidak serta merta meningkatkan nilai bisnis; 6. semakin tinggi *growth opportunity* suatu perusahaan, maka kualitas laba tidak serta merta menurun untuk meningkatkan nilai perusahaan; dan 7. hutang yang digunakan untuk meningkatkan kualitas laba tidak serta merta menurun untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Terdapat berbagai implikasi dari hasil penelitian ini, yaitu: 1) pemegang saham akan lebih menyukai pembagian dividen yang lebih rendah karena berarti perusahaan memiliki investasi yang baik, dan memerlukan tambahan dana atau bahkan menambah hutang untuk membiayai investasinya sehingga keuntungan akan tumbuh di masa depan; 2) distribusi dividen yang tinggi oleh perusahaan dengan sedikit kesempatan investasi membuat investor berinvestasi di perusahaan; 3) pembagian dividen yang tinggi oleh perusahaan yang baru dibuat menarik investasi ke perusahaan; dan 4) kualitas laba yang tinggi atau rendah tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, nilai perusahaan belum tentu meningkat karena kualitas laba yang tinggi.

Keterbatasan yang dapat dikemukakan selama penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) model penelitian yang dibangun dapat menyebabkan perubahan, kondisi dinamis dan perubahan ekonomi hasil penelitian setiap saat; (2) penelitian ini belum menggunakan hal-hal yang belum diukur dalam data keuangan seperti faktor eksternal dan makroekonomi; dan (3) perusahaan yang menjadi sampel penelitian hanya perusahaan yang membagikan dividen secara rutin sehingga tidak memasukkan perusahaan yang tidak membagikan dividen.

SIMPULAN DAN SARAN

Kebijakan dividen dan nilai perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan. Pembayaran dividen menggambarkan manajemen perusahaan yang baik dan pertanda positif bahwa manajemen bekerja untuk memaksimalkan nilai perusahaan sesuai dengan tujuan perusahaan. Semakin rendah pembagian dividen, semakin baik nilai perusahaan. Pemegang saham akan menganggap bahwa hal ini menjadi isu perusahaan memiliki kesempatan investasi yang banyak sehingga dana yang ada pada perusahaan menipis dan berdampak pada pembagian dividen yang sedikit bahkan sama sekali tidak membagikan dividen.

Growth opportunity mampu memperlemah pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Jika perusahaan tumbuh pada tingkat yang tinggi, ia akan lebih memilih untuk membagikan lebih banyak dividen kepada pemegang saham agar mereka tetap loyal pada perusahaan. Hal ini disebabkan karena perusahaan sudah menghasilkan keuntungan yang tinggi sehingga dana yang ada di perusahaan berlebih. Dana yang berlebih ini membuat pihak manajemen lebih memilih untuk dibagikan dalam bentuk dividen. Pembagian dividen yang banyak ini akan berdampak menurunnya nilai perusahaan karena investor beranggapan dengan pembagian dividen dalam jumlah yang lebih banyak membuat perusahaan kehilangan kesempatan-kesempatan investasi yang ada sehingga memungkinkan keuntungan perusahaan di masa mendatang akan menurun dibandingkan dengan keuntungan yang dihasilkan sekarang ini.

Umur perusahaan mampu memperlemah pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Distribusi dividen yang tinggi untuk perusahaan baru akan menarik investor, tetapi perusahaan lama akan membagikan dividen karena perusahaan lebih memilih untuk membiayai investasi yang menguntungkan. Perusahaan baru tidak akan mengambil investasi yang banyak karena perusahaan ini masih berusaha menyesuaikan diri dengan kondisi pasar sehingga lebih efektif dan efisien untuk membagikan dana berlebih dalam bentuk

dividen. Sementara itu perusahaan yang sudah mapan akan mengambil banyak investasi karena perusahaan seperti ini lebih terbiasa dan familiar dengan lingkungan pasar sehingga lebih banyak menahan laba.

Hutang belum mampu memoderasi pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Peningkatan jumlah dividen yang akan dibagikan oleh suatu perusahaan tidak serta merta mengakibatkan hutang akan digunakan sebagai tambahan dana untuk itu. Penggunaan hutang yang diputuskan oleh perusahaan untuk menambah dana yang ada akan diprioritaskan untuk kegiatan investasinya. Perusahaan lebih mengutamakan kegiatan investasinya dibandingkan untuk membagikan dividen kepada pemegang saham demi keuntungan yang akan didapatkan oleh perusahaan di masa mendatang.

Terdapat pengaruh tidak signifikan *quality of earning* terhadap nilai perusahaan. Pentingnya informasi tentang laba perusahaan bagi penggunaannya akan memicu munculnya praktik manajemen laba oleh manajemen perusahaan sehingga informasi laba terlihat lebih baik. Meskipun intervensi manajer terbatas, hal ini tidak serta merta membuat kualitas laba menjadi lebih baik.

Growth opportunity belum mampu memoderasi pengaruh negatif *quality of earning*. Pembatasan dalam penggunaan arus kas bebas bagi manajer belum tentu akan membuat manajer mempertimbangkan keputusan yang akan mengoptimalkan keputusan yang akan diambil oleh perusahaan. Peluang pertumbuhan yang tinggi tidak menjamin mengurangi intervensi manajer dalam pengungkapan informasi laba.

Hutang belum mampu memoderasi pengaruh negatif *quality of earning* terhadap nilai perusahaan. Penggunaan hutang untuk pendanaan perusahaan dilakukan oleh pemegang saham sebagai pengawasan, sehingga manajemen tidak memanipulasi pendapatan dan pada akhirnya tidak dapat mengurangi atau meningkatkan kualitas laba meskipun diawasi oleh pihak ketiga,

Investor sebaiknya berinvestasi selain kebijakan dividen dan hutang yang digunakan perusahaan dengan memperhatikan profitabilitas perusahaan. Penelitian ini masih jauh dari sempurna baik dari segi faktor data yang diteliti maupun jumlah data yang diteliti, untuk itu peneliti selanjutnya disarankan untuk menambah variabel struktur kepemilikan dan *good corporate governance* serta memasukkan perusahaan yang tidak membagikan dividen sebagai sampel penelitian.

REFERENSI

- Ajija, S. R., Sari, D. W., Setianto, R. H., & Primanti, M. R. (2011). Cara cerdas menguasai Eviews. In *Jakarta: Salemba Empat*.
- Akbar, F. A., Hapsari, D. W., & Nurbaiti, A. (2017). Pengaruh Kualitas Audit, Komite Audit, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Manajemen Laba (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2013–2015). *Kajian Akuntansi*, 18(1), 54–68.
- Al-Malkawi, H. A. N. (2007). Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23(2), 44–70.

- Apriwenni, P. (2015). Dampak Pertumbuhan Laba, Persistensi Laba, Leverage, Ukuran Perusahaan, dan Kualitas Audit Terhadap Earnings Response Coefficient Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Ekonomi Perusahaan*, 22(2), 113–131.
- Bukita, R. B. R., & Iskandarba, T. M. (2009). Surplus Free Cash Flow, Earnings Management and Audit Committee. *International Journal of Economics and Management*, 3(1), 204–233.
- Chen, F., Hope, O.-K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255–1288.
- Darmawan, A. (2020). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Usia Perusahaan, Leverage, Profitabilitas, Struktur Kepemilikan Saham, Investasi, Peluang Investasi terhadap Dividen, Free Cash Flow. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 9(4), 1413–1425.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, 193–225.
- Deitiana, T. (2009). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen kas. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 11(1), 57–64.
- Desliniati, N. (2018). Pengaruh Kebijakan Dividen dan Quality Of Earning Terhadap Nilai Perusahaan dengan Free Cash Flow, Umur Perusahaan, dan Hutang sebagai Variabel Moderasi (Studi pada Bursa Efek Indonesia). *Profit (Jurnal Penerapan Ilmu Manajemen Dan Kewirausahaan)*, 3(1), 21–40.
- Fadhilla, K. (2015). Pengaruh Arus Kas Bebas, Pertumbuhan dan Struktur Aset Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Sustainable Competitive Advantage (SCA)*, 5(1), 1–11.
- Fahmi, I. (2013). *Analisis Laporan Keuangan: Alfabeta*. Alfabeta.
- Gamayuni, R. R. (2012). Relevansi Kinerja Keuangan, Kualitas Laba, Intangible Asset, dengan Nilai Perusahaan. *Trikonomika Jurnal Ekonomika*, 11(2), 119–136.
- Giriati, Z. (2016). Free cash flow, dividend policy, investment opportunity set, opportunistic behavior and firm's value:(A study about agency theory). *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 219, 248–254.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity? *The Journal of Business*, 75(3), 387–424.
- Gunasekarage, A., & Power, D. M. (2006). Anomalous evidence in dividend announcement effect. *Managerial Finance*, 32(2), 209–226.
- Hapsari, A. N. S., & Santoso, S. S. (2015a). Analisis Dividen Sebagai Indikator Kualitas Laba Studi Empiris Perusahaan Manufaktur Sektor Konsumsi Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Dinamika Akuntansi Keuangan Dan Perbankan*, 4(2), 106–123.

- Hapsari, A. N. S., & Santoso, S. S. (2015b). Analisis Dividen Sebagai Indikator Kualitas Laba Studi Empiris Perusahaan Manufaktur Sektor Konsumsi Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Dinamika Akuntansi Keuangan Dan Perbankan*, 4(2).
- Harahap, L., & Wardhani, D. R. (2011b). Analisa Komprehensif Pengaruh Family Ownership, Masalah Keagenan, Kebijakan Deviden, Kebijakan Hutang, Corporate Governance Dan Opportunity Growth Terhadap Nilai Perusahaan. *Program Pasca Sarjana Universitas Indonesia*.
- Hermuningsih, S. (2013). Pengaruh profitabilitas, growth opportunity, struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 16(2), 127–148.
- Husnan, P. E., & Pudjiastuti, E. (2012). Manajemen Keuangan Edisi Keenam. In *Yogyakarta: UPP STIM YKPN* (Edisi Keli). UNPAR Press.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jogiyanto, H. (2013). Teori portofolio dan analisis investasi (edisi kedelapan). *Yogyakarta: BPF*.
- Khairin, M. Y., & Harto, P. (2014). Pengaruh Growth Opportunity, Profitabilitas, Fixed Asset Ratio dan Risiko Pasar Terhadap Struktur Modal (Studikasu Perusaha Perpertidan Real Estat Yang Terdaftar Di Bei Padaperiode 2010–2012). *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(2), 767–778.
- Kherismawati, N. P. E., Wiagustini, N. L. P., & Dewi, M. P. (2016). Profitabilitas dan Leverage sebagai Prediktor Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ekonomi & Bisnis JAGADITHA*, 3(1), 94–108.
- Larimanu, I. I. D., & Suaryana, I. (2016). Reaksi pasar pada pengumuman dividen dengan profitabilitas sebagai pemoderasi di bei. *Akuntansi Universitas Udayana*, 3(12), 803–816.
- Lawer, C. (2011). Pengaruh karakteristik perusahaan terhadap pengungkapan tanggung jawab sosial. *Jurnal Ekonomi*, 19(02).
- Mai, M. U. (2006). Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta. *Ekonomika*, 2(2), 228–243.
- Mardiyati, U., Ahmad, G. N., & Putri, R. (2012). Pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2005-2010. *JRMSI-Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 3(1), 1–17.
- Margaretha, F., & Ramadhan, A. R. (2010). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 12(2), 119–130.

- Martono, & Harjito, A. (2010). *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Cetakan Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.
- Mayogi, D. G., & Fidiana, F. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 5(1).
- Merina, C. I., & Verawaty, V. (2016). Analisis pengembangan corporate value berdasarkan keputusan investasi dan pendanaan, struktur kepemilikan serta kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Berkala Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 1(1), 15–34.
- Paswan, R. K. (2016). Dividend Payout and Financial Performance: An Empirical Study of Iron and Steel Industries in India. *Pacific Business Review International*, 9(5), 41–45.
- Pracihara, S. M. (2016). Pengaruh kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan (studi pada sektor pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2014). *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 4(2), 1–10.
- Prasetyo, D. A., & Suryono, B. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 5(1).
- Prasetyawati, D. K. (2015). Pengaruh Konservatise dan Investment Opportunity Set Terhadap Kualitas Laba pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi AKUNESA*, 3(2).
- Purnamasari, L., Nurhayati, N., & Sofianty, D. (2016). Pengaruh Kualitas Laba dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Prosiding Akuntansi*.
- Qureshi, M. A. (2007). System dynamics modelling of firm value. *Journal of Modelling in Management*, 2(1), 24–39. <https://doi.org/10.1108/17465660710733031>
- Rahayu, M., & Sari, B. (2018). Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. *Ikraith-Humaniora*, 2(1), 69–76.
- Ross, S. A. (2008). *Modern financial management*. McGraw-Hill/Irwin.
- Sah, V., & Zhou, X. (2012). Elective stock dividend in REITs: market reaction and determinants. *Journal of Property Investment & Finance*, 30(6), 583–595.
- Sari, E. F. V., & Riduwan, A. (2013). Pengaruh corporate governance terhadap nilai perusahaan: Kualitas laba sebagai variabel intervening. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 1(1), 1–20.
- Siallagan, H. (2009). Pengaruh Kualitas Laba Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, 1(1), 21–32.
- Soni, A., & Gaba, M. (2015). A study of the dividend pattern of Nifty Companies. *International Journal of Research in Business Studies and Managment*, 2(6),

1-7.

- Sudiyatno, B. (2010). *Peran Kinerja Perusahaan Dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, Dan Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia)*. Universitas Diponegoro.
- Suharli, M. (2006). *Akuntansi untuk bisnis jasa dan dagang*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Taruno, S. A. (2013). Pengaruh corporate governance terhadap kualitas laba: Manajemen laba sebagai variabel intervening. *Accounting Analysis Journal*, 2(3), 323-329.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Prentice-Hall Inc.
- White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D. (2002). The Analysis and Use of Financial Statements, 2nd ed. (a review). In *New York: Jhon Wiley & Sons* (Edisi Keti). John Wiley & Sons. <https://doi.org/10.2469/faj.v54.n2.2169>
- Zen, S. D., & Herman, M. (2012). Pengaruh Harga Saham Umur Perusahaan dan Rasio Profitabilitas Perusahaan Terhadap Tindakan Perataan Laba yang Dilakukan Oleh Perusahaan Perbankan yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi & Manajemen*, 2(2), 57-71.