

PERAN KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM MEMEDIASI KINERJA KEUANGAN DAN NILAI PERUSAHAAN

¹Jeudi Agustina Taman Parulian Sianturi[✉], ²Diana Hasyim

¹Universitas Methodist Indonesia, Medan, Indonesia

²Universitas Negeri Medan, Indonesia

Email: jeudisianturi@yahoo.co.id

DOI: <https://doi.org/10.46880/methoda.Vol12No2.pp103-116>

ABSTRACT

The purpose of this study was to determine the role of dividend policy in mediating the effect of financial performance on firm value. The samples used in this study were all manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2010-2018 that had met the criteria. Profitability as one of the confirmed financial performances has inconsistent effects on firm value. To overcome this inequality, dividend policy is proposed as an intervening variable. The results show that dividend policy can mediate the effect of profitability on firm value. This finding supports the signaling theory and proves that financial performances as measured by profitability ratios can further increase firm value by optimizing its dividend policy.

Keyword: Profitability, Liquidity, Dividend Payout Ratio, Tobin Q.

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui peran kebijakan dividen dalam memediasi pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010- 2018 yang telah memenuhi kriteria. Profitabilitas sebagai salah satu kinerja keuangan terkonfirmasi tidak konsisten pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Untuk mengatasi ketimpangan ini maka diusulkan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*. Hasil penelitian menunjukkan kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mendukung teori *signaling* dan membuktikan bahwa kinerja keuangan yang diukur dengan rasio profitabilitas dapat semakin meningkatkan nilai perusahaan dengan cara mengoptimalkan kebijakan dividennya.

Kata Kunci: Profitabilitas, Likuiditas, Dividend Payout Ratio, Tobins Q.

PENDAHULUAN

Ketika seseorang berinvestasi pada suatu saham, tentunya investor tersebut berharap akan memperoleh *capital gain* dan dividen yang sesuai dengan ekspektasinya. Sementara bagi pihak manajemen sendiri adalah sebagai bukti bahwa kinerja yang

dilakukan ikut berkontribusi dalam memberikan penciptaan nilai. Untuk terpenuhinya ekspektasi itu maka nilai perusahaan dimana investor itu menanamkan dananya atau pihak manajemen melaksanakan pekerjaannya sebagai *agent* dari pemegang saham, harus

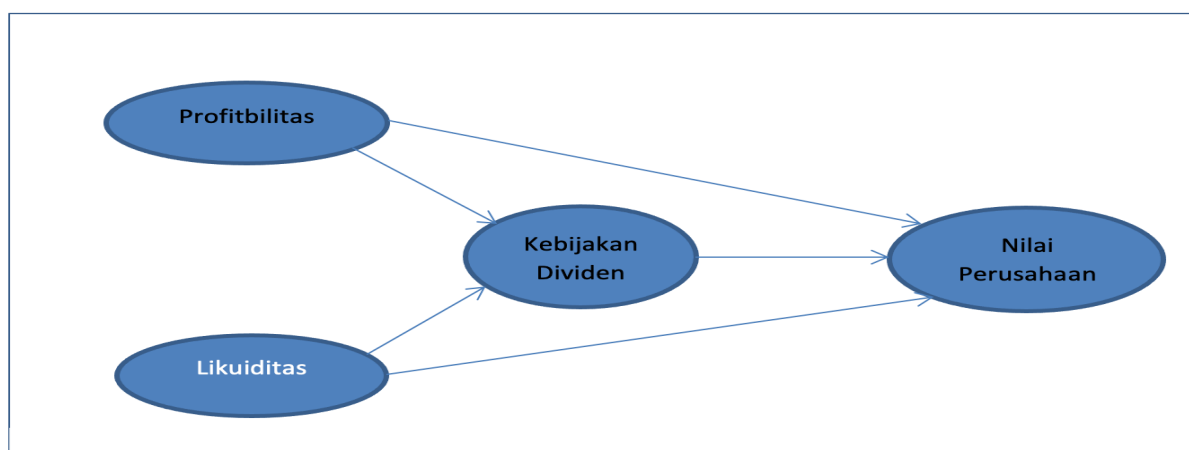
ikut meningkat. Dengan kata lain, besarnya kesejahteraan atau kemakmuran pemegang saham bergantung pada tinggi rendahnya nilai suatu perusahaan. Demikian juga untuk menilai semakin baiknya kinerja *agent* bergantung pada peningkatan nilai perusahaan dimana pihak manajemen tersebut bekerja. Oleh karena itu, sangat penting bagi perusahaan ataupun investor untuk mengetahui faktor penentu dari nilai perusahaan.

Terdapat banyak faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, diantaranya adalah: *concentrated ownership*, *capital structure and dividend payout* (Saona dan Martín, 2018); *market capitalization* (Ayako dan Wamalwa, 2015); *firm size* (Dang *et al.*, 2019; NGUYEN *et al.*, 2021); *profitability* (Dang *et al.*, 2019); *activity ratio* (Jihadi *et al.*, 2021); *liquidity* (Nguyen dan Nguyen, 2020); *firm sales* (Himmelberg *et al.*, 1999). Profitabilitas sebagai salah satu faktor yang dapat menciptakan nilai perusahaan telah banyak diteliti oleh beberapa peneliti sebelumnya (Gill dan Obradovich, 2012; Hermuningsih, 2014; Sucuahi dan Cambarihan, 2016;

Iswajuni *et al.*, 2018). Namun, beberapa peneliti lainnya (Kodongo *et al.*, 2015; Tamrin *et al.*, 2017; Rizki *et al.*, 2018) memberikan hasil yang tidak sama. Hal ini mengindikasikan adanya pengaruh profitabilitas yang tidak konsisten terhadap nilai perusahaan.

Ketidakkonsistenan ini berarti menunjukkan adanya suatu kesenjangan penelitian dan layak untuk ditindaklanjuti atau direkonsiliasi dengan menempatkan suatu variabel *intervening* yang diharapkan akan mampu memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini mengusulkan kebijakan dividen sebagai pemediasi untuk memitigasi kesenjangan yang terjadi.

Berdasarkan penjabaran di atas maka riset ini bertujuan untuk mengkonfirmasi pengaruh kebijakan dividen sebagai variabel *intervening* dalam upaya mengatasi kesenjangan penelitian yang terjadi untuk pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Dalam konteks tersebut maka bangunan model teoretis penelitian dapat dilihat pada gambar 1 berikut ini:



Gambar 1. Model Konseptual

Model konseptual yang tertuang dalam gambar 1 akan diuji dengan menggunakan data empiris. Untuk itu, *literature review* dan teori yang mendasari *logical connection*

dan pengembangan hipotesis untuk variabel eksogen terhadap variabel endogen dapat diuraikan sebagai berikut:

LITERATURE REVIEW DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Profitabilitas sebagai salah satu kinerja keuangan menunjukkan kemampuannya dalam menghasilkan laba. Semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan berarti kinerja keuangannya mengalami peningkatan. Perusahaan dengan profitabilitas yang semakin baik berarti juga memberikan masa depan yang cerah dan akan menarik para investor untuk berinvestasi pada organisasi tersebut. Semakin banyak yang menanamkan dananya pada suatu perusahaan maka akan menaikkan nilai perusahaan tersebut. Nilai perusahaan yang meninggi bermakna bahwa kesejahteraan dari pemegang saham juga akan meningkat. Keadaan ini sama seperti yang tergambar dalam teori *signaling* yang menyatakan bahwa kinerja keuangan yang baik di masa lalu akan memberikan sinyal yang positif ke pasar. Sinyal yang positif ini ditandai dengan preferensi investor yang semakin tinggi atas kinerja perusahaan di masa depan (Ross, 1977). Pandangan teoretis ini dijustifikasi dalam sejumlah penelitian empiris (Bonomo *et al.*, 2015; Pamburai *et al.*, 2015; Allini *et al.*, 2018; Kieschnick dan Moussawi, 2018) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, rumusan hipotesis 1 sebagai berikut:

Hipotesis 1: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas merupakan ukuran kinerja keuangan yang menjadi dasar keputusan

pembagian dividen. Hal ini secara implisit bermakna bahwa ada atau tidaknya pembayaran dividen bergantung pada tinggi rendahnya profitabilitas suatu perusahaan. Pernyataan ini sejalan dengan teori *signaling* yang menyatakan kinerja keuangan yang baik di masa lalu memberikan sinyal yang positif kepada pasar karena diyakini adanya prospek perusahaan yang cerah di masa depan (Ross, 1977), dimana salah satunya adalah dalam bentuk aliran kas pembayaran dividen. Pandangan teoretis ini dijustifikasi dalam sejumlah penelitian empiris (Jensen *et al.*, 1992; Aivazian *et al.*, 2003; Gill *et al.*, 2010; Arko *et al.*, 2014) yang menemukan pengaruh positif profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan kajian teoretis dan hasil empiris tersebut maka rumusan hipotesis 2 sebagai berikut:

Hipotesis 2: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Kebijakan Dividen Memediasi Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Pembayaran dividen yang optimal mencerminkan adanya profitabilitas di masa yang akan datang (Bhattacharya, 1979). Pernyataan ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang dapat menjaga atau meningkatkan labanya dapat dipandang sebagai suatu sinyal yang positif oleh investor karena merefleksikan kinerja keuangan yang baik di masa yang akan datang. Pandangan tersebut sejalan dengan teori *signaling* (Ross, 1977) yang menyatakan bahwa kinerja keuangan di masa lalu merupakan cerminan adanya prospek yang cerah di masa depan. Adapun salah satu prospek tersebut adalah termasuk dalam pembayaran dividen yang optimal di masa yang akan datang sehingga memberikan sinyal yang positif bagi

investor dan berdampak pada penciptaan nilai. Dengan demikian, mengacu pada determinan kebijakan dividen dan pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan maka memungkinkan kebijakan dividen dihipotesiskan sebagai variabel yang memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Rumusan hipotesis ini juga mengacu pada penelitian empiris sebelumnya (Jensen *et al.*, 1992; Aivazian *et al.*, 2003; Amidu dan Abor, 2006; Arko *et al.*, 2014) yang menunjukkan adanya pengaruh profitabilitas secara parsial terhadap kebijakan dividen dan pengaruh kebijakan dividen itu sendiri terhadap nilai perusahaan (Anton dan Cuza, 2016; Priya dan Mohanasundari, 2016). Oleh karena itu, rumusan hipotesis 3 dapat disusun sebagai berikut:

Hipotesis 3: Kebijakan dividen memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan

Salah satu konsep modal kerja dalam manajemen modal kerja adalah konsep kualitatif. Konsep ini berfokus pada kualitas modal kerja dengan melihat selisih *current asset* dengan *current liabilities* sehingga konsep ini disebut modal kerja bersih. Modal kerja bersih ini memberikan keuntungan bagi perusahaan atau investor untuk melihat tingkat likuiditas perusahaan secara jelas. Artinya modal kerja yang efisien mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek. Semakin baik likuiditas perusahaan maka nilai perusahaan semakin dapat ditingkatkan. Pernyataan ini sejalan dengan teori *signaling* (Ross, 1977) yang memberikan pandangan bahwa kinerja keuangan di masa lalu mencerminkan

prospek perusahaan yang cerah di masa yang akan datang. Pengaruh positif likuiditas terhadap nilai perusahaan juga ditemukan dalam sejumlah penelitian terdahulu (Aggarwal dan Padhan, 2017; Gunawan dan Pituringsih, 2018) sehingga rumusan hipotesis 4 sebagai berikut:

Hipotesis 4: Likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

Likuiditas sebagai ukuran perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya memperlihatkan efisiensi investasi dalam modal kerja. Gambaran ini juga menyiratkan adanya kemampuan suatu perusahaan untuk membayar dividen sehingga sejalan dengan teori *signaling* yang menyatakan bahwa kinerja keuangan di masa lalu akan memberikan prospek yang baik bagi perusahaan di masa mendatang. Adanya kemungkinan perusahaan untuk membayar dividen dengan lebih baik ini diduga karena likuiditas perusahaan itu berada pada tingkat rasio yang baik dan dugaan ini telah dikonfirmasi dalam literatur terdahulu (Gitman *et al.*, 2015) dan sejumlah penelitian empiris (Patra *et al.*, 2012; Ahmed, 2015). Dengan demikian rumusan hipotesis 5 sebagai berikut:

Hipotesis 5: Likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Kebijakan dividen Memediasi Pengaruh Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen secara konsep merupakan keputusan mengenai berapa dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dan berapa laba yang ditahan untuk menambah dana internal perusahaan guna membiayai kegiatan investasi ataupun

kegiatan operasional perusahaan. Tinggi rendahnya pembagian dividen, salah satunya dipengaruhi oleh likuiditas perusahaan (Gitman *et al.*, 2015). Dengan kata lain, semakin baik likuiditas perusahaan maka semakin memungkinkan perusahaan untuk membagi dividen dalam tingkat yang lebih tinggi (Patra *et al.*, 2012; Ahmed, 2015). Di lain pihak, semakin tinggi pembayaran dividen maka semakin meningkat nilai perusahaan (Al-Hasan *et al.*, 2013; Anton dan Cuza, 2016). Mengacu pada pernyataan tersebut berarti terdapat hubungan kausal antara likuiditas-kebijakan dividen-nilai perusahaan. Hubungan antar variabel tersebut sejalan juga dengan teori *signaling* yang menyatakan kinerja keuangan di masa lalu mengindikasikan prospek perusahaan yang baik di masa depan. Dengan demikian rumusan hipotesis 6 sebagai berikut:

Hipotesis 6: Kebijakan dividen memediasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Pembagian dividen kepada investor akan memberikan sinyal yang positif bagi pasar karena berarti menyiratkan adanya peningkatan kinerja manajer yang berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Pernyataan ini sejalan dengan teori *signaling* dan didukung oleh penelitian sebelumnya (Anton dan Cuza, 2016) yang menemukan pengaruh positif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian rumusan hipotesis 9 sebagai berikut:

Hipotesis 7: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

METODOLOGI

Data Sampel Penelitian

Sampel pada penelitian ini merupakan perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2010-2018. Untuk menghindari adanya bias hasil penelitian akibat COVID 19 maka penelitian ini tidak mengikutkan data tahun 2020 dan tahun 2021. Sementara untuk data tahun 2019 tidak diikutkan karena tidak didapatinya beberapa informasi terkait variabel penelitian ini. Berdasarkan tehnik *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: 1) perusahaan yang selalu ada dalam BEI dari tahun 2010 hingga tahun 2018; 2) perusahaan yang secara kontinu menyajikan dan mempublikasikan laporan keuangan dan tahunan mulai dari tahun 2010 hingga 2018 dan dalam bentuk mata uang rupiah; 3) perusahaan tersebut tidak pernah terkena *suspend*; 4) perusahaan memiliki informasi yang lengkap terkait pengukuran variabel yang akan diteliti selama periode 2010 hingga 2018. Mengacu pada kriteria tersebut maka sampel penelitian ini adalah sebanyak 9 emiten sehingga total pengamatannya menjadi 99 (jumlah sampel dikalikan dengan jumlah periode waktu). Bentuk data berupa data panel yaitu kombinasi data *time series* (periode waktu) dan *cross section* (perusahaan). Adapun sumber data diperoleh dari Institut Pasar Modal Indonesia dan Bloomberg.

Pengukuran Variabel

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam riset ini adalah nilai perusahaan. Variabel ini diukur dengan berbasis nilai pasar, yaitu Tobin's q (Nguyen *et al.*, 2015). Tobin's q adalah perbandingan antara nilai pasar saham ditambah total nilai

hutang dengan total aset, dimana secara matematis dapat ditulis sebagai berikut:

$$\text{Tobin's } q = \frac{MVS+DA}{TA}$$

Variabel Mediator

Variabel pemediasi yang diusulkan dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen yang diprosikan oleh DPR (*dividend payout ratio*). Adapun indikator dari kebijakan dividen ini mengacu pada peneliti-peneliti sebelumnya (Mitton, 2004; Adjaoud dan Ben-Amar, 2010) dimana DPR merupakan perbandingan antara DPS (*dividend per share*) dan EPS (*earning per share*) dan secara matematis dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah kinerja keuangan yang diukur dengan profitabilitas (ROA) dan likuiditas (CR). Definisi operasional dari profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba, dan dihitung dengan cara membandingkan laba setelah pajak (EAT) dengan total asetnya (Gugong *et al.*, 2014). Secara matematis dapat ditulis sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{EAT}}{\text{TA}}$$

Sementara likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dan dihitung dengan cara membandingkan *current asset* dengan *current liabilities* (NGUYEN *et al.*, 2021). Secara matematis dapat ditulis sebagai berikut:

$$\text{CR} = \frac{\text{CA}}{\text{CL}}$$

Model Analisis

Pengujian data yang dilakukan pada penelitian ini menggunakan tehnik analisis SEM-PLS dengan perangkat lunaknya yang dikenal dengan WarpPLS 5.0. Mengacu pada model empiris dari riset ini maka model matematisnya dapat disusun sebagai berikut:

$$\text{DPR}_{it} = \alpha_1 + \beta_1\text{ROA}_{it} + \beta_2\text{CR}_{it} + e_1 \dots(1)$$

$$\text{Tobin } q = \alpha_2 + \beta_3\text{ROA}_{it} + \beta_4\text{CR}_{it} + \beta_5\text{DPR}_{it} + e_2 \dots(2)$$

HASIL EMPIRIS

Pengujian data yang dilakukan dengan menggunakan SEM-PLS seperti yang telah dijelaskan sebelumnya di atas, memberikan *goodness of fit* (GoF) seperti yang tertera pada tabel 1 di bawah ini:

Tabel 1. *Goodnes of Fit Model Structural*

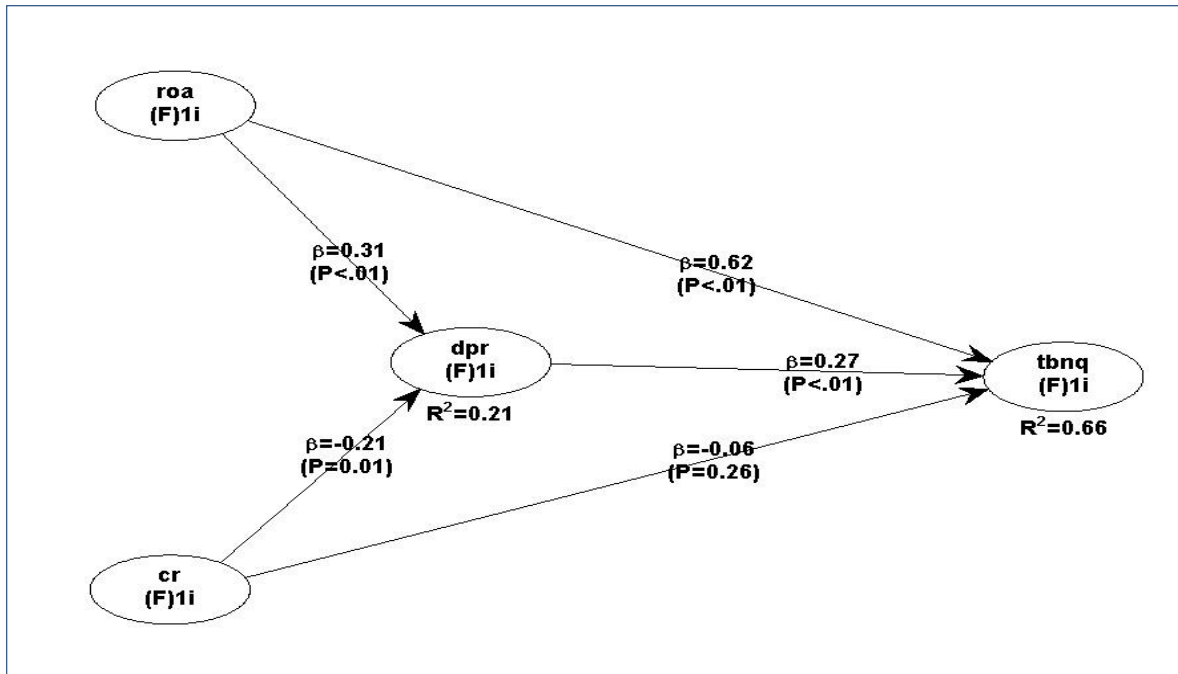
Kriteria	Parameter
Average path coefficient (APC)	0.296 ***
Average R-squared (ARS)	0.438***
Average adjusted R-squared (AARS)	0.425***
Average block VIF (AVIF)	1.369
Average full collinearity VIF (AFVIF)	2.157
Tenenhaus GoF (GoF)	0.662
Sympson's paradox ratio (SPR)	1.000
R-squared contribution ratio (RSCR)	1.000
Statistical suppression ratio (SSR)	1.000
Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)	0.900

***, **, * denotes significance levels at 0.001, 0.05 and 0.1, respectively.

Berdasarkan hasil GoF yang diperoleh seperti yang tertera pada tabel 1 di atas, menunjukkan bahwa model penelitian ini memiliki *fit model* yang sangat baik. Kemudian masalah yang terkait dengan multikolinieritas antar indikator dan juga antara variabel eksogen, tidak ada didapati dan terbukti dari nilai AVIF dan AFVIF yang diperoleh berada di bawah < 3.3 .

Demikian juga nilai SPR, RSCR, SSR yang diperoleh merupakan nilai yang ideal dan nilai NLBCDR yang masih berada di atas > 0.7 menunjukkan tidak adanya masalah kausalitas di dalam model (Latan dan Ghazali, 2017).

Selanjutnya untuk pengujian hipotesis yang telah dikembangkan dapat dilihat pada gambar 2 berikut ini:



Gambar 2. Model Pengujian Hipotesis

Selanjutnya untuk melihat hasil estimasi hubungan antar konstruk serta besarnya

variance dan *effect size* dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini:

Tabel 2. Hasil Pengujian Model Struktural

Description Path	Path Coefficient	Adj R ²	Q ²	Effect Size	Standar Error
ROA \rightarrow DPR	0.315 ***	0.198	0.242	0.135	0.092
ROA \rightarrow Tobin q	0.622 ***	0.651	0.674	0.479	0.085
DPR \rightarrow Tobin q	0.270 ***			0.156	0.093
CR \rightarrow DPR	-0.209 **			0.079	0.095
CR \rightarrow Tobin q	-0.064			0.027	0.099

***, **, * denotes significance levels at 0.001, 0.05 and 0.1, respectively

All estimates influence between variables with a robust standard error.

Source: secondary data in though

Berlandaskan pada tabel 2, nilai *adjusted R-squared* (R^2) untuk variasi yang mempengaruhi kebijakan dividen (DPR) sebesar 0.198. Nilai ini memberikan arti bahwa pengaruh variasi profitabilitas (ROA) dan likuiditas (CR) terhadap kebijakan dividen (DPR) sebesar 19.8% dan sisanya 80.2% dipengaruhi oleh variabel lainnya yang ada di luar dari model penelitian ini. Mengacu pada *rule of thumb* evaluasi model struktural nilai variasi *adjusted R-squared* (R^2) untuk variasi yang mempengaruhi kebijakan dividen (DPR) sebesar 0.198, mengindikasikan model ini termasuk dalam kategori lemah (≤ 0.25). Selanjutnya nilai *adjusted R-squared* (R^2) untuk variasi yang mempengaruhi nilai perusahaan (Tobin q) sebesar 0.651 memberikan gambaran bahwa variasi profitabilitas (ROA), likuiditas (CR), kebijakan dividen (DPR) terhadap variabel nilai perusahaan (Tobin q) adalah sebesar 65.1% dan sisanya 34.9% dipengaruhi oleh variabel lain di luar dari model penelitian ini. Adapun nilai sebesar 0.651 ini termasuk dalam kategori kuat (≤ 0.70) dan menunjukkan variasi yang dapat dijelaskan oleh variabel independen dan mediasi sebesar 65.1%.

Nilai *Q-squared* yang diperoleh dari DPR dan Tobin q adalah $0.242 > 0$ dan $0.674 > 0$. Nilai ini bermakna bahwa model memiliki validitas prediktif. *Effect size* dari variabel profitabilitas (ROA) terhadap nilai perusahaan (Tobin q) menghasilkan 0.479. Mengacu pada tiga kategori *effect size* (Hair *et al.*, 2013; Kock, 2013) yaitu lemah (0.02), medium (0.15), dan besar (0.35) maka profitabilitas (ROA) tergolong memberikan *effect size* yang besar terhadap nilai perusahaan (Tobin q). Kemudian nilai *effect size* sebesar 0.156 dari kebijakan dividen (DPR) terhadap nilai perusahaan (Tobin q) termasuk dalam kategori medium. Selanjutnya *effect size* dari variabel

likuiditas (CR) terhadap nilai perusahaan (Tobin q) adalah sebesar 0.027. Nilai ini termasuk memberikan *effect size* yang lemah terhadap nilai perusahaan (Tobin q). Ini berarti bahwa *effect size* terbesar diberikan oleh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan (Tobin q) dalam konteks pengaruh tidak langsung dari likuiditas terhadap nilai perusahaan. Secara keseluruhan, nilai *effect size* yang terbesar dalam mempengaruhi nilai perusahaan adalah variabel profitabilitas (ROA) sehingga dapat dinyatakan bahwa secara empiris profitabilitas (ROA) memiliki peran penting dalam menentukan nilai perusahaan (Tobin q). Demikian juga peran kebijakan dividen (DPR) terhadap nilai perusahaan (Tobin q) juga memiliki peran yang cukup penting dalam meningkatkan nilai perusahaan secara empiris.

Hasil estimasi hubungan antar konstruk di atas, menunjukkan bahwa profitabilitas (ROA) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Tobin q) dengan nilai koefisien jalurnya sebesar 0.622. Hasil ini **menerima hipotesis 1**. Dengan demikian, temuan ini mendukung teori *signalling* dan hasil riset empiris terdahulu (Bonomo *et al.*, 2015; Pamburai *et al.*, 2015; Allini *et al.*, 2018; Kieschnick dan Moussawi, 2018) yang menyatakan bahwa profitabilitas (ROA) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Tobin q).

Hasil estimasi hubungan antar konstruk untuk variabel profitabilitas (ROA) terhadap kebijakan dividen (DPR) menunjukkan pengaruh yang positif dengan nilai koefisien jalur sebesar 0.315. Hasil ini berarti **menerima hipotesis 2**. Dengan demikian, temuan ini mendukung teori *signaling* dan hasil riset empiris terdahulu (Jensen *et al.*, 1992; Aivazian *et al.*, 2003; Gill *et al.*, 2010; Arko *et al.*, 2014) yang menyatakan

profitabilitas (ROA) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (DPR).

Hasil estimasi hubungan antar konstruk untuk variabel likuiditas (CR) terhadap nilai perusahaan (Tobin q) seperti yang terlihat pada gambar 2 dan tabel 2 menunjukkan likuiditas (CR) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Tobin q) dengan $p\text{-value} = 0.206$ dan nilai koefisien jalur sebesar -0.06 . Selain tidak berpengaruh, arah koefisien yang negatif menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh yang berbanding terbalik dengan nilai perusahaan. Artinya, peningkatan likuiditas tidak diikuti dengan nilai perusahaan yang meningkat. Temuan ini sama seperti hasil penelitian sebelumnya (Fajaria dan Isnalita, 2018) yang menyimpulkan bahwa suatu likuiditas yang tinggi dapat mengurangi nilai perusahaan. Temuan ini berarti **menolak hipotesis 4** dan tidak sejalan dengan teori *signaling* seperti yang telah diuraikan sebelumnya. Hasil yang diperoleh ini justru mendukung teori agensi (Jensen dan Meckling, 1976) dan sejalan dengan hasil riset empiris terdahulu (Dj *et al.*, 2012; Sari dan Sedana, 2020) yang menyatakan likuiditas (CR) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Tobin q). Hasil yang sejalan dengan teori agensi ini, berkaitan dengan biaya keagenan. Salah satu dari biaya keagenan itu adalah *monitoring cost* yang berfungsi untuk mengawasi kemungkinan adanya tindakan oportunistik manajerial yang menyebabkan menurunnya nilai perusahaan. Temuan yang diperoleh ini memberikan petunjuk adanya suatu tindakan oportunistik dari pihak manajemen dalam menggunakan dana yang menganggur untuk kepentingan pribadinya sehingga akan berdampak pada turunnya nilai perusahaan.

Hasil estimasi hubungan antar konstruk untuk variabel likuiditas (CR) terhadap kebijakan dividen (DPR) menunjukkan

pengaruh yang negatif dengan nilai koefisien jalurnya adalah sebesar -0.21 . Temuan ini berarti **menolak hipotesis 5** dan tidak sejalan dengan teori *signaling*. Namun temuan ini sejalan dengan teori agensi dalam hal biaya agensi yang timbul karena adanya kemungkinan tindakan oportunistik manajerial dalam menggunakan dana yang menganggur sehingga akan menyebabkan berkurangnya *profit* yang akan diterima perusahaan. *Profit* yang berkurang ini akan menyebabkan *return* yang akan diterima oleh investor atau *principal* dalam bentuk dividen juga akan menjadi berkurang.

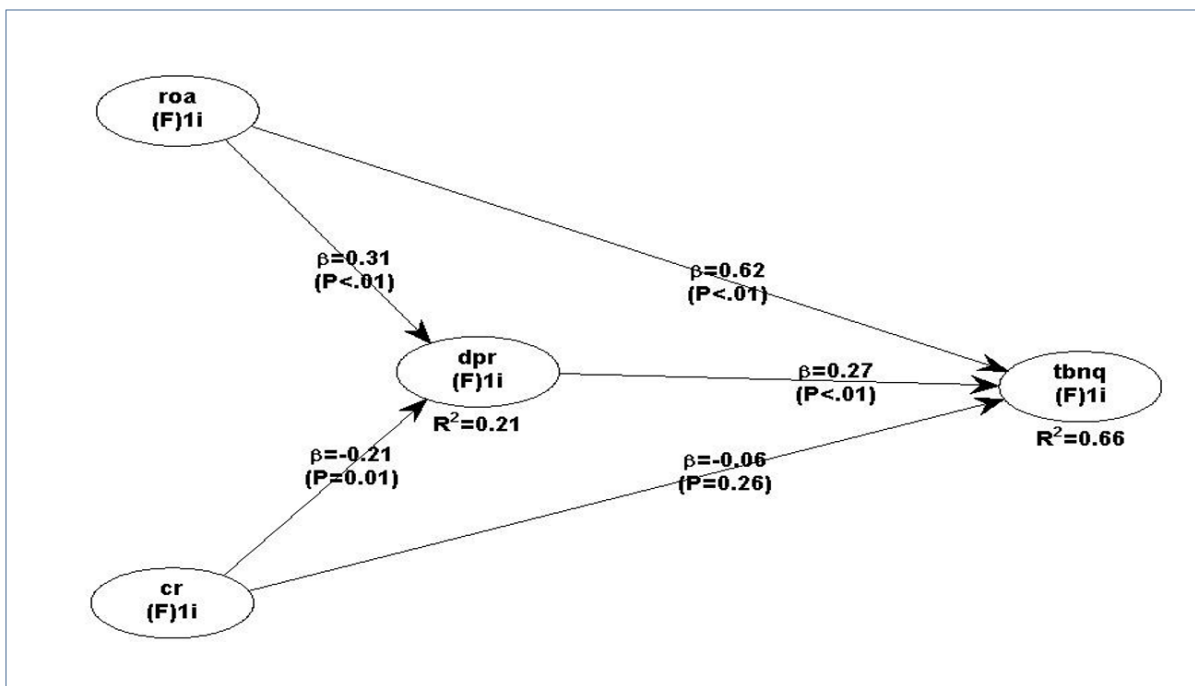
Hasil estimasi hubungan antar konstruk untuk variabel kebijakan dividen (DPR) terhadap nilai perusahaan (Tobin q) memperlihatkan pengaruh yang positif dengan nilai koefisien jalur sebesar 0.270 . Hasil ini berarti **menerima hipotesis 7** sehingga sejalan dengan teori *signaling* dan hasil riset empiris sebelumnya (Anton dan Cuza, 2016) yang menyatakan kebijakan dividen (DPR) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Tobin's q).

Pengujian hipotesis 3 (tiga) dan 6 (enam) akan mengikuti pendekatan 2 langkah (Baron dan Kenny, 1986; Kock, 2011; Hair *et al.*, 2012; Kock, 2013) untuk membuktikan bahwa kebijakan dividen (DPR) dapat memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan dan juga untuk pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan. Adapun pendekatan 2 langkah tersebut, yaitu: Pertama, mengestimasi pengaruh langsung dari variabel profitabilitas dan likuiditas terhadap nilai perusahaan, apabila hasil estimasi yang diperoleh signifikan maka dapat dilanjutkan; Kedua, mengestimasi pengaruh tidak langsung secara simultan dengan *triangle* PLS-SEM yaitu profitabilitas \rightarrow nilai perusahaan; profitabilitas \rightarrow kebijakan dividen; dan kebijakan dividen \rightarrow nilai

perusahaan. Demikian juga untuk pengaruh likuiditas. Setelah dua langkah ini selesai dilakukan maka untuk menguji kebijakan dividen sebagai variabel mediasi harus memenuhi persyaratan bahwa setelah diestimasi pengaruh langsung ataupun pengaruh tidak langsung antar variabel tersebut sudah signifikan. Selanjutnya untuk mengambil keputusan apakah variabel kebijakan dividen tergolong dalam mediasi *partial* atau mediasi penuh atau tidak memediasi maka dapat mengacu pada persyaratan (Sholihin dan Ratmono, 2013) berikut ini:

a. Jika koefisien jalur profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada langkah kedua tetap signifikan dan tidak berubah (koefisien jalur ROA → Tobin q pada langkah kedua sama dengan koefisien jalur ROA → Tobin q pada langkah pertama) maka variabel kebijakan dividen tidak dapat memediasi

- b. Jika koefisien jalur profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada langkah kedua nilainya turun (koefisien jalur ROA → Tobin q pada langkah kedua < koefisien jalur ROA → Tobin q pada langkah pertama) namun tetap signifikan maka variabel kebijakan dividen dapat memediasi secara *partial (partial mediation)*
- c. Jika koefisien jalur profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada langkah kedua nilainya turun (koefisien jalur ROA → Tobin q pada langkah kedua < koefisien jalur ROA → Tobin q pada langkah pertama) dan menjadi tidak signifikan maka variabel kebijakan dividen dapat memediasi penuh (*full mediation*).
- d. Untuk itu perlu ditampilkan hasil estimasi untuk pengaruh langsung dari profitabilitas dan likuiditas terhadap nilai perusahaan seperti yang tersaji pada gambar 3 berikut ini:



Gambar 3. Model *Direct Effect*

Melalui pengkajian gambar 3 dan gambar 2 dengan berlandaskan persyaratan tadi maka terlihat kebijakan dividen mampu

memediasi secara *partial* pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Sementara untuk pengaruh likuiditas

terhadap nilai perusahaan, variabel kebijakan dividen mampu memediasi secara penuh. Oleh karena itu, temuan ini **menerima hipotesis 3 dan hipotesis 6.**

Setelah dilakukan pengujian hipotesis maka output penelitian ini menggambarkan pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan, akan lebih besar jika merupakan pengaruh tidak langsung daripada pengaruh langsung. Hal ini terbukti dari variabel kebijakan dividen yang mampu memediasi secara *partial* pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Demikian juga untuk pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan akan lebih besar jika merupakan pengaruh tidak langsung daripada pengaruh langsung. Hal ini dibuktikan dengan peran kebijakan dividen yang *full mediation* untuk memitigasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas dan terutama variabel likuiditas akan mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui optimalisasi kebijakan dividen.

KESIMPULAN

Temuan menyimpulkan bahwa profitabilitas dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengoptimalkan kebijakan dividennya. Demikian juga dengan likuiditas, akan mampu meningkatkan nilai perusahaan dengan cara melakukan pembayaran dividen sebagai salah satu mekanisme *monitoring* dari *principal* terhadap pihak manajemen (*agent*) dalam mengawasi atau mengurangi terjadinya tindakan oportunistik manajerial.

DAFTAR PUSTAKA

- Adjaoud, F., dan W. Ben-Amar. 2010. "Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation?". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 37, No. 5-6, hlm: 648-667.
- Aggarwal, D., dan P. C. Padhan. 2017. "Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry". *Theoretical Economics Letters*, Vol. 7, No. 04, hlm: 982.
- Ahmed, I. E. 2015. "Liquidity, Profitability and the Dividends Payout Policy". *World Review of Business Research*, Vol. 5, No. 2, hlm: 73-85.
- Aivazian, V., L. Booth, dan S. Cleary. 2003. "Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?". *Journal of financial Research*, Vol. 26, No. 3, hlm: 371-387.
- Al-Hasan, M. A., M. Asaduzzaman, dan R. a. Karim. 2013. "The effect of dividend policy on share price: An evaluative study". *IOSR Journal of Economics and Finance*, Vol. 1, No. 4, hlm: 6-11.
- Allini, A., S. Rakha, D. G. McMillan, dan A. Caldarelli. 2018. "Pecking order and market timing theory in emerging markets: The case of Egyptian firms". *Research in International Business and Finance*, Vol. 44, No., hlm: 297-308.
- Amidu, M., dan J. Abor. 2006. "Determinants of dividend payout ratios in Ghana". *The journal of risk finance*, Vol. 7, No. 2, hlm: 136-145.
- Anton, S. G., dan A. I. Cuza. 2016. "The Impact of Dividend Policy on Firm Value. A Panel Data Analysis of Romanian Listed Firms". *Journal of Public Administration, Finance and Law*, Vol., No. 10, hlm: 107-112.
- Arko, A. C., J. Abor, C. K. D. Adjasi, dan M. Amidu. 2014. "What influence dividend decisions of firms in Sub-Saharan African?". *Journal of accounting in emerging economies*, Vol. 4, No. 1, hlm: 57-78.
- Ayako, A., dan F. Wamalwa. 2015. "Determinants of Firm Value in Kenya: Case of Commercial Banks Listed at the Nairobi Securities Exchange". *Applied Finance and*

- Accounting*, Vol. 1, No. 2, hlm: 129-142.
- Baron, R. M., dan D. A. Kenny. 1986. "The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations". *Journal of personality and social psychology*, Vol. 51, No. 6, hlm: 1173.
- Bhattacharya, S. 1979. "Imperfect information, dividend policy, and" the bird in the hand" fallacy". *The bell journal of economics*, Vol., No., hlm: 259-270.
- Bonomo, M., R. D. Brito, dan B. Martins. 2015. "The after crisis government-driven credit expansion in Brazil: A firm level analysis". *Journal of International Money and Finance*, Vol. 55, No., hlm: 111-134.
- Dang, H. N., V. T. T. Vu, X. T. Ngo, dan H. T. V. Hoang. 2019. "Study the impact of growth, firm size, capital structure, and profitability on enterprise value: Evidence of enterprises in Vietnam". *Journal of Corporate Accounting & Finance*, Vol. 30, No. 1, hlm: 144-160.
- Dj, A. M., L. G. S. Artini, dan A. G. Suarjaya. 2012. "Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia". *Matrik: Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis dan Kewirausahaan*, Vol., No., hlm.
- Fajaria, A. Z., dan N. Isnalita. 2018. "The effect of profitability, liquidity, leverage and firm growth of firm value with its dividend policy as a moderating variable". *International Journal of Managerial Studies and Research (IJMSR)*, Vol. 6, No. 10, hlm: 55-69.
- Gill, A., N. Biger, dan R. Tibrewala. 2010. "Determinants of dividend payout ratios: evidence from United States". *The Open Business Journal*, Vol. 3, No. 1, hlm.
- Gill, A., dan J. Obradovich. 2012. "The impact of corporate governance and financial leverage on the value of American firms". *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol., No. 91, hlm.
- Gitman, L. J., R. Juchau, dan J. Flanagan. 2015. *Principles of managerial finance*: Pearson Higher Education AU.
- Gugong, B. K., L. O. Arugu, dan K. I. Dandago. 2014. "The impact of ownership structure on the financial performance of listed insurance firms in Nigeria". *International journal of academic research in accounting, finance and management sciences*, Vol. 4, No. 1, hlm: 409-416.
- Gunawan, I. M. A., dan E. Pituringsih. 2018. "The Effect of Capital Structure, Dividend Policy, Company Size, Profitability and Liquidity on Company Value (Study at Manufacturing Companies Listed on Indonesia Stock Exchange 2014-2016)". *International Journal of Economis, Commerce and Management*, Vol. 6, No. 6, hlm: 18.
- Hair, J. F., C. M. Ringle, dan M. Sarstedt. 2013. "Partial least squares structural equation modeling: Rigorous applications, better results and higher acceptance". *Long range planning*, Vol. 46, No. 1-2, hlm: 1-12.
- Hair, J. F., M. Sarstedt, C. M. Ringle, dan J. A. Mena. 2012. "An assessment of the use of partial least squares structural equation modeling in marketing research". *Journal of the academy of marketing science*, Vol. 40, No. 3, hlm: 414-433.
- Hermuningsih, S. 2014. "Profitability, growth opportunity, capital structure and the firm value". *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 16, No. 2, hlm: 115-136.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard, dan D. Palia. 1999. "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance". *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, No. 3, hlm: 353-384.

- Iswajuni, I., A. Manasikana, dan S. Soetedjo. 2018. "The effect of enterprise risk management (ERM) on firm value in manufacturing companies listed on Indonesian Stock Exchange year 2010-2013". *Asian Journal of Accounting Research*, Vol., No., hlm.
- Jensen, G. R., D. P. Solberg, dan T. S. Zorn. 1992. "Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies". *Journal of Financial and Quantitative analysis*, Vol. 27, No. 2, hlm: 247-263.
- Jensen, M. C., dan W. H. Meckling. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No., hlm: 305-360.
- Jihadi, M., E. VILANTIKA, S. M. HASHEMI, Z. Arifin, Y. BACHTIAR, dan F. Sholichah. 2021. "The effect of liquidity, leverage, and profitability on firm value: Empirical evidence from Indonesia". *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol. 8, No. 3, hlm: 423-431.
- Kieschnick, R., dan R. Moussawi. 2018. "Firm age, corporate governance, and capital structure choices". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 48, No., hlm: 597-614.
- Kock, N. 2011. "Using WarpPLS in e-collaboration studies: Mediating effects, control and second order variables, and algorithm choices". *International Journal of e-Collaboration (IJeC)*, Vol. 7, No. 3, hlm: 1-13.
- . 2013. "Using WarpPLS in e-collaboration studies: What if I have only one group and one condition?". *International Journal of e-Collaboration (IJeC)*, Vol. 9, No. 3, hlm: 1-12.
- Kodongo, O., T. Mokoaleli-Mokoteli, dan L. N. Maina. 2015. "Capital structure, profitability and firm value: panel evidence of listed firms in Kenya". *African Finance Journal*, Vol. 17, No. 1, hlm: 1-20.
- Latan, H., dan I. Ghozali. 2017. *Partial Least Squares: Konsep, Metode dan Aplikasi menggunakan Program WarpPLS 5.0 (Third Edit)*.
- Mitton, T. 2004. "Corporate governance and dividend policy in emerging markets". *Emerging Markets Review*, Vol. 5, No. 4, hlm: 409-426.
- NGUYEN, L., T. K. P. TAN, dan T. H. NGUYEN. 2021. "Determinants of Firm Value: An Empirical Study of Listed Trading Companies in Vietnam". *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol. 8, No. 6, hlm: 809-817.
- Nguyen, T., S. Locke, dan K. Reddy. 2015. "Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter?". *International review of financial analysis*, Vol. 41, No., hlm: 148-161.
- Nguyen, T. N. L., dan V. C. Nguyen. 2020. "The determinants of profitability in listed enterprises: A study from Vietnamese stock exchange". *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol. 7, No. 1, hlm: 47-58.
- Pamburai, H. H., E. Chamisa, C. Abdulla, dan C. Smith. 2015. "An analysis of corporate governance and company performance: A South African perspective". *South African Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2, hlm: 115-131.
- Patra, T., S. Poshakwale, dan K. Ow-Yong. 2012. "Determinants of corporate dividend policy in Greece". *Applied Financial Economics*, Vol. 22, No. 13, hlm: 1079-1087.
- Priya, P. V., dan M. Mohanasundari. 2016. "Dividend Policy and Its Impact on Firm Value: A Review of Theories and Empirical Evidence". *Journal of Management Sciences and Technology*, Vol. 3, No. 3, hlm.
- Rizki, Z. W., D. Mochammad, dan R. S. Mangesti. 2018. "The Effect of

- profitability, liquidity on capital structure and firm value: A Study of Property and Real Estate Companies Listed on Indonesia Stock Exchange in 2013-2015". *EURASIA: Economics & Business*, Vol. 8, No. 2, hlm: 34-41.
- Ross, S. A. 1977. "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach". *The bell journal of economics*, Vol., No., hlm: 23-40.
- Saona, P., dan P. S. Martín. 2018. "Determinants of firm value in Latin America: an analysis of firm attributes and institutional factors". *Review of Managerial Science*, Vol. 12, No. 1, hlm: 65-112.
- Sari, I. A. G. D. M., dan I. B. P. Sedana. 2020. "Profitability and liquidity on firm value and capital structure as intervening variable". *International research journal of management, IT and Social Sciences*, Vol. 7, No. 1, hlm: 116-127.
- Sholihin, M., dan D. Ratmono. 2013. *Analisis SEM-PLS Dengan WarpPLS 3.0*.
- Sucuahi, W., dan J. M. Cambarihan. 2016. "Influence of Profitability to the Firm Value of Diversified Companies in the Philippines". *Accounting and Finance Research*, Vol. 5, No. 2, hlm.
- Tamrin, M., H. R. Mus, dan A. Arfah. 2017. "Effect of profitability and dividend policy on corporate governance and firm value: Evidence from the Indonesian manufacturing Sectors". *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, Vol. 19, No. 10, hlm: 66-74.